



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Hodnocení finanční výkonosti podniku ve zpracovatelském průmyslu  
Assessment of the Company's Financial Performance in the Manufacturing Industry

Student:  
Vedoucí diplomové práce:

Bc. Marek Centek  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2020

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Marek Centek**

Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**

Studijní obor: **6202T010 Finance**

Téma: **Hodnocení finanční výkonnosti podniku ve zpracovatelském průmyslu**  
**Assessment of the Company's Financial Performance in the**  
**Manufacturing Industry**

Jazyk vypracování: čeština

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Metodika hodnocení finanční výkonnosti podniků
  3. Charakteristika a analýza finanční výkonnosti vybraného podniku
  4. Aplikace zvolených metod a zhodnocení výsledků
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

BREALEY, R. A., S. C. MYERS and F. ALLEN. *Principles of corporate finance*. 11th ed. Maidenhead: McGraw-Hill Education, 2014. 889 p. ISBN 978-0-07-715156-0.

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

KNÁPKOVÁ, A., D. PAVELKOVÁ, D. REMEŠ a K. ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2017. 228 s. ISBN 978-80-271-0563-2.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

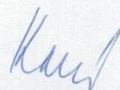
Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: 22.11.2019

Datum odevzdání: 24.04.2020



Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



doc. Ing. Lenka Kauerová, CSc.  
proděškanka pro studium  
na základě pověření k jednání č.j.  
VSB/19/050319/9900 ze dne 24. 9. 2019

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně všech příloh, vypracoval  
samostatně.  
Přílohy č. 1. -19. jsem samostatně doplnil.

V Ostravě dne 27. 4. 2020



.....  
Bc. Marek Centek

## **Poděkování**

Tímto bych rád poděkoval vedoucí mé diplomové práce, prof. Dr. Ing. Daně Dluhošové za poskytnuté odborné rady, cenné připomínky, odborné vedení, ochotu a trpělivost při zpracování této diplomové práce.

# Obsah

1	Úvod .....	5
2	Metodika hodnocení finanční výkonnosti podniků .....	6
2.1	Pojetí výkonnosti podniku .....	6
2.2	Ukazatele měření výkonnosti podniku .....	7
2.2.1	Účetní ukazatele výkonnosti .....	7
2.2.2	Ekonomické ukazatele výkonnosti .....	8
2.2.3	Tržní ukazatele výkonnosti .....	9
2.3	Finanční analýza .....	9
2.3.1	Vertikálně-horizontální analýza .....	10
2.3.2	Poměrová analýza .....	11
2.4	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně .....	18
2.4.1	Altmanův model .....	19
2.4.2	Taflerův model .....	20
2.4.3	Beaverův model .....	20
2.4.4	Zmijewského model .....	21
2.4.5	Ohlsonův model .....	21
2.4.6	Indexy IN .....	22
2.5	Ekonomická přidaná hodnota EVA .....	24
2.6	Náklady kapitálu .....	26
2.6.1	Náklady na celkový kapitál .....	26
2.6.2	Náklady na cizí kapitál .....	26
2.6.3	Náklady na vlastní kapitál .....	27
2.7	Pyramidový rozklad finančních ukazatelů .....	31
2.7.1	Analýza odchylek .....	32
2.7.2	Metody rozkladu pro multiplikativní vazbu .....	33
2.7.3	Analýza citlivosti vlivů .....	34
3	Charakteristika a analýza finanční výkonnosti vybraného podniku .....	36
3.1	Představení společnosti TONAK, a. s. ....	36
3.2	Horizontální a vertikální analýza .....	37
3.2.1	Horizontální analýza rozvahy – položky aktiv .....	37
3.2.2	Horizontální analýza rozvahy – položky pasiv .....	38
3.2.3	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty .....	40
3.2.4	Vertikální analýza rozvahy – položky aktiv .....	42
3.2.5	Vertikální analýza rozvahy – položky pasiv .....	43
3.2.6	Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty .....	45

3.2.7	Vertikálně-horizontální analýza.....	47
3.3	Analýza poměrových ukazatelů.....	49
3.3.1	Analýza ukazatelů finanční stability a zadluženosti .....	50
3.3.2	Analýza ukazatelů rentability .....	53
3.3.3	Analýza ukazatelů likvidity .....	55
3.3.4	Analýza ukazatelů aktivity .....	57
3.4	Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně .....	60
3.4.1	Altmanův model.....	60
3.4.2	Taflerův model.....	61
3.4.3	Beaverův model .....	63
3.4.4	Zmijewského model.....	64
3.4.5	Ohlsonův model.....	65
3.4.6	Indexy IN.....	66
3.5	Posouzení finanční výkonnosti dle EVA.....	68
3.5.1	Stanovení nákladů kapitálu.....	68
3.5.2	Stanovení ekonomické přidané hodnoty EVA .....	70
3.5.3	Pyramidový rozklad ukazatele EVA.....	72
4	Aplikace zvolených metod a zhodnocení výsledků.....	77
4.1	Analýza citlivosti vlivů.....	77
4.2	Srovnání vybraných ukazatelů s odvětvím.....	78
4.3	Zhodnocení finanční situace podniku .....	83
5	Závěr .....	89
	Seznam použité literatury .....	90
	Seznam zkratk .....	92



# 1 Úvod

Finanční výkonnost je jedna z hlavních oblastí, kterou se hodnotí úspěšnost podnikání a je velmi často sledována. Úspěšnost firmy nestačí posuzovat pouze sledováním účetního zisku nebo ztráty. Je žádoucí použít další nástroje a metody pro posouzení finanční výkonnosti, jejichž výsledky je pak možné porovnat s konkurenčními firmami nebo celým odvětvím, ve kterém analyzovaný podnik působí.

Cílem diplomové práce je posoudit a zhodnotit finanční výkonnost vybrané společnosti na datech za roky 2014 až 2018. Analyzovaným podnikem je společnost TONAK, a. s., která se zabývá výrobou pokrývek hlavy.

Práce je rozdělena do pěti kapitol, přičemž první kapitola je věnována úvodu a pátá kapitola patří závěru. Druhá kapitola je věnována teoretickému popisu použitých metod a modelů pro hodnocení finanční výkonnosti. V první části bude popsán obecný přístup k hodnocení finanční výkonnosti, další část bude věnována popisu finanční analýzy a poměrovým ukazatelům. Následuje teoretický popis souhrnných modelů finanční pro hodnocení finanční úrovně. Další část bude tvořena popisem ekonomické přidané hodnoty a nákladům kapitálu. Poslední podkapitola bude věnována pyramidovému rozkladu ukazatelů.

Úvod třetí kapitoly se bude věnovat popisu analyzované společnosti. Následuje vertikální a horizontální analýza účetních výkazů, poté bude provedena poměrová analýza vybraných ukazatelů. Další částí třetí kapitoly bude hodnocení finanční výkonnosti za pomoci souhrnných modelů. Před samotným výpočtem ekonomické přidané hodnoty budou pomocí stavebnicové metody určeny náklady na vlastní kapitál. Poté je proveden pyramidový rozklad ukazatele EVA pomocí funkcionální a integrální metody.

Ve čtvrté kapitole bude provedena citlivostní analýza ukazatele EVA, následuje srovnání vybraných ukazatelů s odvětvím. Nakonec bude provedeno komplexní shrnutí dosažených výsledků.

## 2 Metodika hodnocení finanční výkonnosti podniků

Kapitola se zabývá teoretickým vymezením přístupů a metod používaných při hodnocení finanční výkonnosti podniků.

### 2.1 Pojetí výkonnosti podniku

Jedním z hlavních cílů finančního řízení podniku je zvyšování výkonnosti a tím pádem i hodnoty společnosti. Jak uvádí Kiseľáková, Šoltés (2017), pojem výkonnost je široký pojem a lze nalézt v odborné literatuře velké množství definicí. Výkonnost můžeme definovat například jako schopnost, pomocí které podnik zhodnocuje vložený kapitál jednotlivých vlastníků v porovnání s alternativním využitím tohoto kapitálu pro jiné druhy investic. Dále můžeme za pojem výkonnost podniku označit schopnost zvyšování hodnoty podniku nebo produkování zisku, nebo schopnost zajistit budoucí rozvoj společnosti. Výkonnost podniku můžeme rozdělit na dvě kategorie:

- výkonnost podniku jako celku (použití tradičních ukazatelů),
- výkonnost podniku z hlediska vlastníků (použití moderních ukazatelů).

Na finanční výkonnost podniku můžeme pohlížet z mnoha pohledů, nejčastěji se jedná o pohled manažerů a vlastníků. Jak uvádí Damodaran (2011), nejlepším přístupem je brát v úvahu zájmy všech zainteresovaných stran. Tento přístup je známý pod pojmem Balanced Scorecards. Dalším zainteresovaným subjektem jsou zaměstnanci, pro jejich motivaci podílet se na zvyšování hodnoty pro akcionáře mohou být využity například podíly na vlastnictví společnosti prostřednictvím zaměstnaneckých akcií.

Dluhošová (2010) uvádí, že historicky došlo k vývoji v oblasti měření výkonnosti od tradičních ukazatelů k ukazatelům preferujícím tržní hodnotu podniku, především z důvodu stále rostoucí informační efektivity na kapitálových trzích. Nová koncepce finančního řízení je založena na modifikovaných ukazatelích a zaměřuje se na řízení hodnoty pro vlastníka (Shareholder Value). Na tuto koncepci můžeme nahlížet ze dvou hledisek. Zaprvé jako na měřítko výkonu (jako na finanční veličinu) nebo koncepci Shareholder Value můžeme vnímat jako stanovený nejvyšší podnikový cíl. První hledisko vyjadřuje maximalizaci bohatství akcionářů. To je logické z důvodu, že akcionáři mají k dispozici kapitál, který se rozhodli vložit do firmy a očekávají od něj určitý výnos při zohlednění podstupovaného rizika. Výnos by měl být vyšší než výnos, který by mohli získat při jiném umístění svého kapitálu při stejném riziku. Pokud není splněn předpoklad o vyšším výnosu než u jiné alternativní investice, znamená to, že vložený kapitál do

společnosti nebyl dostatečně zhodnocen a již nyní nebo v budoucnu bude ohrožena další existence společnosti.

Druhým hlediskem koncepce Shareholder Value je přístup Stakeholder Approach. V tomto přístupu jsou zahrnuty kromě zájmů akcionářů také zájmy ostatních zúčastněných subjektů, jako jsou například věřitelé, spolupracovníci, zaměstnanci atd. Rozdíl mezi těmito přístupy spočívá v tom, že u Shareholder Value konceptu se uspokojení požadavků zákazníků nebere jako cíl sám o sobě, ale jako prostředek pro dosažení vyššího cíle, kterým je tvorba hodnoty pro akcionáře.

## 2.2 Ukazatele měření výkonnosti podniku

Přístupy, pomocí kterých se měří výkonnost podniků, se neustále vyvíjejí. Od dříve používaných tradičních účetních ukazatelů se postupně přechází k ukazatelům tržním, které měří výkonnost podniků pomocí změny hodnoty, která je určena pomocí tržních cen. Dle publikace Dluhošová (2010) můžeme ukazatele pro měření výkonnosti podniku rozdělit následovně:

- účetní ukazatele měření výkonnosti,
- ekonomické ukazatele měření výkonnosti,
- tržní ukazatele měření výkonnosti.

Výše uvedené rozdělení na 3 skupiny ukazatelů zohledňuje sílu vlivu působení finančních trhů, kdy nejmenší vliv působí u účetních ukazatelů, naopak největší vliv finančních trhů se vyskytuje ve skupině tržních ukazatelů měření výkonnosti.

### 2.2.1 Účetní ukazatele výkonnosti

První skupina ukazatelů sleduje především veličinu zisk, a to v různých podobách. Nejčastěji se jedná o čistý zisk (EAT), provozní zisk (EBIT), zisk před zdaněním, úroky a odpisy (EBITDA) nebo jestliže se jedná o akciovou společnost, pracuje se také se ziskem na akcii (EPS). Problémem použití je, že dosažení účetního zisku nutně neznamená, že podnik dokáže generovat hotovostní toky, čímž je omezena vypovídací schopnost účetních ukazatelů. Pokud byl použit ukazatel na základě čistého zisku (EAT), docházelo opět k problémům, tentokrát z důvodu toho, že nebylo možno oddělit základní a mimořádné hospodářské výsledky.

Dále se do účetních ukazatelů finanční výkonnosti dle publikace Dluhošová (2010) řadí rentabilita aktiv (ROA), rentabilita vlastního kapitálu (ROE) nebo rentabilita dlouhodobého kapitálu (ROCE), které budou popsány v 2.3.2.

### 2.2.2 Ekonomické ukazatele výkonnosti

Jak uvádí Dluhošová (2010), vývoj rentability a dosahování účetního zisku ne vždy vede k tvorbě hodnoty pro vlastníky. Z tohoto důvodu vznikly ekonomické ukazatele výkonnosti. Pro určení hodnoty podniku musí být dosažené výnosy porovnávány s náklady na kapitál. Jestliže se použijí náklady na celkový kapitál (WACC), můžeme odhadnout, jestli byla vytvořena hodnota (to nastává v okamžiku, kdy je výnos z vloženého kapitálu větší než WACC) nebo hodnota byla naopak zničena (výnos z vloženého kapitálu je menší než WACC). Na rozdíl od účetních ukazatelů je při použití ekonomických ukazatelů zohledněn rizikový faktor, časový horizont a jsou také zohledněny veškeré náklady na investovaný kapitál. Mezi nejpoužívanější kritéria patří čistá současná hodnota (NPV), ekonomická přidaná hodnota (EVA) a ukazatel CF z investic (CFROI).

**Čistá současná hodnota NPV** vyjadřuje, jakého přírůstku majetku bylo dosaženo v případě realizace určitého projektu. Je to součet diskontovaných peněžních toků, jak kladných, tak záporných, ke kterým dochází během životnosti projektu. Od těchto toků se odečtou počáteční jednorázové výdaje a výsledkem je čistá současná hodnota. Tento ukazatel patří mezi často využívané, jelikož respektuje faktor času a je relativně jednoduchý na výpočet. Problémem je fakt, že je nutné odhadnout budoucí peněžní toky na několik budoucích období, což je pro externí uživatele velká překážka, jelikož nemají přístup k interním datům a informacím. Často bývají nahrazeny jinými finančními ukazateli jako je EPS, ROE nebo ROCE, které je snadnější získat, pokud nemá analytik přístup k interním firemním údajům.

**Ekonomická přidaná hodnota EVA** se ve své podstatě zaměřuje jak na vlastníky z hlediska míry návratnosti vloženého kapitálu, tak i na věřitele, kteří mají nárok na vyplacení úroků. Hlavní podstatou EVA je, že podnik by měl vydělat alespoň tolik, aby byly pokryty veškeré náklady na kapitál. Tyto náklady kapitálu se týkají vlastního kapitálu i dluhu. Jak uvádí Brealey (2014), výhodou ukazatele EVA je jeho snadná čitelnost, kdy vrcholovým manažerům dovoluje snadno posoudit, jak jsou jejich podřízení úspěšní při tvorbě hodnoty podniku. Tohle vede k delegaci rozhodování na nižší vedoucí pracovníky. Nevýhodou může být, že ne vždy je poznat, zdali nízká hodnota ukazatele EVA je následek špatného řízení, nebo faktorů, které nejsou schopni vedoucí pracovníci ovlivnit. Detailněji bude tomuto ukazateli věnována kapitola 2.5.

**Ukazatel CFROI** slouží k porovnání vnitřního výnosového procenta (IRR) a nákladů na kapitál. Mařík, Maříková (2005, s. 111): „Model CFROI vychází z obvyklého způsobu, jak hodnotit jednotlivé projekty s tím, že tento postup se vztahuje na celý podnik. Podnik je pak chápán jako soubor investičních projektů.“ Hodnota pro vlastníky byla tedy vytvořena, pokud je WACC menší než hodnota ukazatele CFROI.

### 2.2.3 Tržní ukazatele výkonnosti

Mezi tržní ukazatele výkonnosti podniku patří dle publikace Dluhošová (2010) tržní přidaná hodnota (MVA) a tržní výnos akciového kapitálu (TSR). Tyto ukazatele jsou velmi citlivé na změny ve vývoji akciového trhu.

**Tržní přidaná hodnota MVA**, jak uvádí Knápková (2017), je definována jako rozdíl mezi tržní a účetní hodnotu kapitálu. Jestliže dojde k situaci, kdy je tržní hodnota kapitálu větší než množství investovaného kapitálu, došlo k vytvoření hodnoty pro akcionáře. V opačném případě se mluví o ničení hodnoty pro akcionáře. Ukazatel nelze použít pro vnitropodnikové řízení, ale pouze pro hodnocení finanční výkonnosti podniku jako celku. Ukazatel MVA je možné vypočítat za pomoci ukazatele EVA. Ukazatel MVA vyjadřuje současnou hodnotu budoucích hodnot ukazatele EVA, kdy hodnoty EVA jsou na současnou hodnotu převedeny pomocí diskontování při použití nákladů na kapitál. Jak uvádí Dluhošová (2010), oba ukazatele (MVA a EVA) se zabývají stejnou problematikou, rozdíl je v pohledu, jakým je nahlíženo na úspěšnost podniku. Pomocí ukazatele EVA se hodnotí úspěšnost firmy z pohledu podniku (managementu), zatímco ukazatel MVA hodnotí podnik z pohledu trhu.

**Ukazatel tržního výnosu akciového kapitálu (TSR)** se vypočítá jako součet kapitálového a dividendového výnosu. Nevýhoda ukazatele spočívá v tom, že může nastat situace, kdy je výnos z investovaného kapitálu vyšší než náklady na tento kapitál, tudíž by mělo docházet k tvorbě hodnoty pro akcionáře, ale z důvodu pesimistického očekávání investorů ohledně snížení budoucích firemních zisků, dochází ke snížení hodnoty. V krátkém období není moc přesný a může vykazovat značné odchylky od ukazatele MVA, z důvodu tržní volatility. V delším časovém období již lépe odráží firemní výkonnost.

## 2.3 Finanční analýza

Pod pojmem finanční analýza si můžeme představit jednu z oblastí finančního řízení, ve které se používá celá řada různých poměrových ukazatelů. Jak uvádí Knápková (2017), finanční analýza slouží ke zjištění, zdali je podnik ziskový, má vhodnou

kapitálovou strukturu, jestli je schopen včas a v požadované výši splácet své závazky, jestli efektivně využívá svých aktiv a mnoho dalších. Finanční analýza umožňuje manažerům pohled na dosažené výsledky v minulých letech, ale především zaměřit se na odhad a stanovení prognóz do budoucna. Pokud manažer sleduje průběžně výsledky finanční analýzy, měl by být schopen se efektivně rozhodnout při získávání dodatečných finančních zdrojů, při rozhodování o stanovení optimální finanční struktury nebo například při rozhodování, jak naložit s dosaženým ziskem.

Výsledky finanční analýzy nesledují jen vedoucí pracovníci, ale také investoři, kteří hledají finančně zdravý a stabilní podnik, do kterého chtějí vložit své finanční prostředky za účelem zhodnocení. Dále využívají finanční analýzu jako zdroj pro své rozhodování obchodní partneři, zaměstnanci, věřitelé, auditoři, konkurence, státní instituce a další. Investory bude zajímat především oblast rentability, obchodní partneři se budou zajímat o likviditu, státní instituce bude zajímat schopnost tvorby zisku a následně jeho zdanění a odvod do státního rozpočtu.

Zdroje informací pro vypracování finanční analýzy jsou účetní výkazy podniku – rozvaha, výkaz zisku a ztráty, přehled o peněžních tocích a přehled o změnách vlastního kapitálu. Další informace mohou být získány z výroční zprávy a z přílohy k účetní závěrce. Interní analytik sestavující finanční analýzu má přístup nejen k datům v účetních výkazech, ale také například různé komentáře managementu, detailnější informace k nákladům, výnosům apod. Externí analytik, který není v kontaktu s firmou, se musí spokojit s informacemi ve veřejném rejstříku na oficiální adrese justice.cz, což je oficiální web českého soudnictví.

### 2.3.1 Vertikálně-horizontální analýza

Jak uvádí Dluhošová (2010, s. 74) „Vertikálně-horizontální analýza je užitečným a velmi efektivním přístupem, který je charakteristický tím, že se vytváří kombinovaný komplexní pohled na vývoj souhrnných finančních ukazatelů a zároveň struktury v čase.“

Horizontální analýza se zaměřuje na srovnání změn konkrétních položek (např. zisk, tržby, náklady a další) jednotlivých výkazů v čase. Je tedy možné detailně posoudit změny ve vývoji ukazatelů a sledovat jejich dlouhodobé trendy. Změny v časovém úseku sledovaných ukazatelů lze vypočítat pomocí těchto vztahů:

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} , \quad (2.1)$$

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde  $U_t$  je hodnota daného ukazatele,  $t$  je běžný rok,  $t-1$  je rok předchozí.

Účelem vertikální analýzy, jak uvádí Knápková (2017), je vyjádření jednotlivých položek zachycených v účetních výkazech jako procentní podíl ke zvolené základně, kdy touto základnou je pro rozbor rozvahy nejčastěji zvolena výše aktiv, a pro výkaz zisku a ztráty je základnou velikost celkových nákladů nebo výnosů. Vzorec pro výpočet, dle publikace Dluhošová (2010), je v následující podobě:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i} \quad (2.3)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele,  $\sum U_i$  je velikost absolutního ukazatele.

### 2.3.2 Poměrová analýza

Jak uvádí Knápková (2017), mezi základní nástroje pro sestavení finanční analýzy patří poměrové ukazatele, a to z důvodu rychlé a snadné představy o tom, jak si podnik vede v oblasti finančního řízení. Jak vyplývá z názvu, podstatou poměrové analýzy je dát do vzájemného poměru různé položky z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a z přehledu o peněžních tocích. Takto sestavené a vypočítané poměrové ukazatele jsou pak vhodné jak pro mezipodnikové srovnání, tak pro srovnání s odvětvím, ve kterém daná firma provozuje svoji podnikatelskou činnost. V odborné literatuře můžeme nalézt doporučené hodnoty, ve kterých by se měly dané ukazatele v ideálním případě pohybovat, je zde však na místě opatrnost při interpretaci dosažených výsledků v porovnání s doporučenými hodnotami, a to z důvodu, že každý podnik je jedinečný a může existovat mnoho důvodů, proč není splněna doporučená hodnota ukazatele. Dluhošová (2010) uvádí, že základními skupinami finanční analýzy jsou ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity (obratu) a ukazatele s využitím dat kapitálového trhu.

#### **Ukazatele finanční stability a zadluženosti**

Kislingerová (2010) tvrdí, že pojem zadluženost vyjadřuje situaci, kdy podnik využívá cizích zdrojů pro financování svých aktiv. Rozhodnutí o zapojení cizího kapitálu se projeví jak ve výnosnosti, tak v podstupovaném riziku. Ve prospěch financování se zapojením cizích zdrojů působí fakt, že cizí kapitál je obecně levnější než kapitál vlastní.

Nižší náklady na cizí kapitál jsou způsobeny tzv. daňovým štítem, který vyjadřuje skutečnost, že úrokové náklady jsou daňově uznatelným nákladem. Tímto dochází ke snížení celkových nákladů na kapitál. Všechny níže uvedené poměrové ukazatele vycházejí z publikace Dluhošová (2010).

Jedním z nejdůležitějších ukazatelů finanční stability a zadluženosti je ukazatel **Podíl vlastního kapitálu na aktivech (Equity Ratio)**. Dává do vzájemného poměru vlastní kapitál a celková aktiva, čímž nám říká, do jaké míry je firma schopna pokrýt majetek vlastními zdroji. Trend tohoto ukazatele je doporučován jako rostoucí, platí tedy, že upevňování finanční stability vychází z rostoucí hodnoty tohoto ukazatele. Nutná je však opatrnost při velmi vysoké hodnotě tohoto ukazatele, což se může promítnout v poklesu výnosnosti vloženého kapitálu. Vztah pro výpočet ukazatele Equity Ratio je následující:

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{VK}{A}, \quad (2.4)$$

kde VK je vlastní kapitál, A jsou celková aktiva.

Dalším z ukazatelů finanční stability je ukazatel **Stupeň krytí stálých aktiv**. Tento ukazatel vyjadřuje poměr dlouhodobého kapitálu vůči stálým aktivům. Stálá aktiva v podnikovém majetku představují takový majetek, který je ve firmě používán delší dobu, zahrnuje v sobě dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek. Právě z důvodu dlouhodobé vázanosti majetku by měl být plně financován dlouhodobými zdroji. Hodnota tohoto ukazatele by měla být alespoň 100 %, což znamená, že veškerý dlouhodobý majetek je krytý dlouhodobými zdroji. Čím vyšší hodnota ukazatele, tím lepší je také finanční stabilita podniku. Pro výpočet tohoto ukazatele je možno použít následující vzorec:

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{SA}, \quad (2.5)$$

kde SA jsou stálá aktiva. V čitateli je dlouhodobý kapitál, pod který spadá vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál. Jak uvádí Knápková (2017), jestliže je ukazatel větší než 100 %, znamená to, že dlouhodobým kapitálem je kryta i část oběžného majetku. Tato skutečnost svědčí o tom, že podnik dává přednost finanční stabilitě před dosažením vyššího výnosu.



Výše uvedené ukazatele je možné doplnit dalšími ukazateli, které se zaměřují na strukturu aktiv majetku. Jedná se o ukazatele, které lze vypočíst dle následujících vzorců:

$$\text{Podíl stálých aktiv} = \frac{SA}{\text{aktiva celkem}} , \quad (2.6)$$

$$\text{Podíl oběžných aktiv} = \frac{OA}{\text{aktiva celkem}} , \quad (2.7)$$

$$\text{Podíl zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{aktiva celkem}} , \quad (2.8)$$

kde SA jsou stálá aktiva, OA jsou oběžná aktiva. Hodnoty ukazatelů se budou velmi lišit v závislosti na předmětu činnosti analyzovaného podniku. Vysoké hodnoty ukazatelů budou typické zpravidla pro výrobní podniky, které musí vlastnit výrobní kapacity v podobě budov či strojních zařízení. Naopak podniky, jejichž předmět podnikání spočívá například v oblasti finanční, prodejní, poradenské apod., budou vykazovat nízké hodnoty výše uvedených ukazatelů.

Na zadluženost by se nemělo pohlížet jako na negativní jev, není nutné, aby byl podnik financován pouze vlastním kapitálem. Zapojení cizích zdrojů se může pozitivně projevit ve výnosnosti vloženého kapitálu. Jedním z hlavních ukazatelů, pomocí kterého je možné hodnotit adekvátnost zadluženosti firmy je **Ukazatel celkové zadluženosti**. Vyjadřuje podíl celkových závazků vůči celkovému majetku podniku. Tento ukazatel je sledován především dlouhodobými věřiteli, mezi které patří zejména komerční banky. Výpočet je možno provést pomocí vzorce:

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{aktiva celkem}} . \quad (2.9)$$

Rozšířit pohled na analýzu podnikové zadluženosti je možné za pomoci dvou doplňkových ukazatelů. Jedná se o ukazatele **Dlouhodobé zadluženosti** a **Běžné zadluženosti**. Výpočet je možný provést pomocí vzorců:

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál dlouhodobý}}{\text{aktiva celkem}} , \quad (2.10)$$

$$\text{Běžná zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál krátkodobý}}{\text{aktiva celkem}} . \quad (2.11)$$

Jestliže je v podniku využíván k financování majetku cizí kapitál, je důležité pro podnikové vedení vědět, jak je toho financování drahé, respektive kolik musí platit za používání cizího kapitálu. Pro tyto účely je vhodné použít ukazatel **Úrokového krytí**, který porovnává zisk před úroky a zdaněním s nákladovými úroky. Jestliže hodnota

ukazatele je 100 %, znamená to situaci, ve které podnik sice dosahuje zisku, ale veškerý zisk je použit na zaplacení nákladových úroků, tzn. že vytvořený zisk pro vlastníky je nulový. Velmi vážnou situaci značí hodnota ukazatele menší než 100 %, v takovém případě není podnik schopen vydělat ani na nákladové úroky. Ukazatel Úrokového krytí je možné vypočítat následujícím způsobem:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{nákladové úroky}} , \quad (2.12)$$

kde EBIT je zisk před úroky a zdaněním.

### Ukazatele rentability

Jako rentabilita se označuje výnosnost investovaného kapitálu. Rentabilita je používána jako měřítko schopnosti generovat zisk využitím vloženého kapitálu. Obecně je definována jako poměr zisku (v různých podobách) a vloženého kapitálu. U hodnot ukazatelů rentability je žádoucí, aby měly rostoucí trend.

Jedním z hlavních ukazatelů rentability, jak uvádí Dluhošová (2010), je Rentabilita aktiv (ROA), a to z důvodu, že poměruje zisk s celkovými aktivy, které byly investovány do podniku, a to bez ohledu na zdroj financování. Ukazatel ROA se vypočítá podle následujícího vztahu:

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{aktiva celkem}} , \quad (2.13)$$

kde ROA je rentabilita aktiv, EBIT je zisk před úroky a zdaněním.

Pokud chtějí mít uživatelé finanční analýzy přehled o efektivnosti dlouhodobých investic, použijí k tomu ukazatel **Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)**. Stejně jako ukazatel ROA, i tento ukazatel nebere v potaz, z jakých zdrojů je podnikový majetek financován. ROCE bývá často používán k mezipodnikovému srovnání. Lze jej vypočítat dle následujícího vzorce:

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + \text{dlouhodobé dluhy}} , \quad (2.14)$$

kde ROCE je rentabilita dlouhodobých zdrojů, EBIT je zisk před úroky a zdaněním, VK je vlastní kapitál.

Dalším ukazatel z oblasti rentability je ukazatel **Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**. Na rozdíl od předchozích dvou ukazatelů rentability, ukazatel ROE nám

vyjadřuje výnosnost pouze vlastních zdrojů. Ukazatel tedy porovnává dosažený zisk podniku s vloženým vlastním kapitálem. Dluhošová (2010) uvádí, že na rentabilitu vlastního kapitálu má několik důvodů. Patří mezi ně například tvorba většího zisku, pokles úrokové míry z cizího kapitálu, nižší podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu společnosti. Pro lepší vypovídací schopnost je možné dále ukazatel ROE rozložit pomocí pyramidového rozkladu. Vztah pro výpočet ukazatele ROE je možné zapsat následujícím způsobem:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} , \quad (2.15)$$

kde ROE je rentabilita vlastního kapitálu, EAT je čistý zisk a VK je vlastní kapitál.

Ukazatel, který poměřuje čistý zisk s tržbami, se nazývá **Rentabilita tržeb (ROS)**. Vyjadřuje, jakého zisku v Kč bylo dosaženo na 1 Kč tržeb. Ukazatel se může lišit v závislosti na tom, jaký zisk použijeme v čitateli, a je vhodný pro mezipodnikové srovnání a srovnání v čase. Pro vnitropodnikové řízení může být místo čistého zisku použit hrubý zisk EBT. Aby se omezil vliv rozdílných nákladů na cizí kapitál v podobě úroků, pracuje se se ziskem před úroky a zdaněním, tzn. EBIT. Vztah pro výpočet je následující:

$$ROS = \frac{EAT}{tržby} , \quad (2.16)$$

kde ROS je rentabilita tržeb, EAT je čistý zisk.

Posledním ukazatelem v oblasti sledování podnikové rentability je ukazatel **Rentability nákladů (ROC)**. Jedná se o často používaný ukazatel dávající do poměru čistý zisk vůči celkovým nákladům. Vypočítaná hodnota tohoto ukazatele nám dává informaci o tom, kolik Kč vytvořeného zisku připadá na 1 Kč vynaložených nákladů. Vztah pro výpočet ukazatele ROC je možné zapsat následujícím způsobem:

$$ROC = \frac{EAT}{celkové\ náklady} , \quad (2.17)$$

kde ROC je rentabilita nákladů, EAT je čistý zisk. I v tomto ukazateli je možná případná modifikace, kdy položka v čitateli (zisk) může být nahrazena jinou formou zisku, např. EBIT.

## Ukazatele likvidity

Jak uvádí Knápková (2017, s. 93), „Likvidita vyjadřuje schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky. Ukazatele likvidity v podstatě poměřují to, čím je možno platit (čitatel), s tím, co je nutno zaplatit (jmenovatel).“ Kislingerová (2010) tvrdí, že likvidita je nezbytnou a nutnou podmínkou, aby byl podnik schopen fungovat a prosperovat i v dlouhodobém období. Dále v textu budou popisované ukazatele likvidity, které vycházejí z publikace Dluhošová (2010).

Prvním ukazatelem je **Ukazatel celkové likvidity (Current Ratio)**. Tento ukazatel poměřuje oběžná aktiva s krátkodobými závazky. Na hodnotu oběžných aktiv je nahlíženo jako na potencionální objem peněžních prostředků, který by mohly být použity na úhradu všech závazků, které jsou splatné v nejbližší době. Za doporučenou optimální hodnotu se udává rozmezí mezi 1,5 – 2,5. Při vzájemném srovnávání podniků na základě tohoto ukazatele je však pro dosažení relevantních výsledků nutné porovnávat podniky s obdobným předmětem podnikání. Hlavním nedostatkem tohoto ukazatele je skutečnost, že veškerý oběžný majetek není podnik schopen v krátkém časovém období přeměnit na peněžní prostředky. Vývoj hodnot ukazatele celkové likvidity by měl být v čase stabilní. Výpočet je možné provést za pomoci následujícího vzorce:

$$\text{Ukazatel celkové likvidity} = \frac{OA}{\text{krátkodobé závazky}} , \quad (2.18)$$

kde OA jsou oběžná aktiva.

Druhým ukazatelem je **Ukazatel pohotové likvidity (Quick Ratio)**. V případě tohoto ukazatele dochází k odstranění problému s nedostatečnou likviditou oběžných aktiv, který se vyskytuje v ukazateli celkové likvidity. Od oběžných aktiv se odečtou zásoby, čímž nám v čitateli zůstanou položky jako je pokladní hotovost, peněžní prostředky na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky po korekci opravnou položkou. Dále je vhodné ještě vyloučit nedobytné pohledávky, u kterých panují pochyby o jejich splacení. Doporučená hodnota ukazatele se udává v rozmezí 1,0 – 1,5, přičemž v čase by se měla hodnota zvyšovat, což značí zlepšování platební schopnosti podniku. Výpočet dle následující vzorce:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} , \quad (2.19)$$

kde OA jsou oběžná aktiva.

Při potřebě posoudit likviditu z krátkodobého hlediska se používá **Ukazatel okamžité likvidity (Cash Ratio)**. Hlavním prostředkem, kterým je umožněno okamžitě zaplatit závazky, jsou pohotové platební prostředky, což je nejlikvidnější složka podnikového majetku. Patří sem peníze v pokladně, na bankovních účtech a šeky. Pro výpočet okamžité likvidity se používá tento vztah:

$$\text{Ukazatel okamžité likvidity} = \frac{\text{pohotové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}} . \quad (2.20)$$

Posledním ukazatelem uvedeným v této práci je **Čistý pracovní kapitál (ČPK)**. Vypočítá se jako rozdíl oběžných aktiv a krátkodobých závazků. Ta část oběžného majetku, která je převedena na peněžní prostředky a po zaplacení krátkodobých závazků zůstane podniku k dispozici, se nazývá čistý pracovní kapitál. Jinými slovy lze tedy říci, že část oběžného majetku je kryta zdroji dlouhodobými. V tomto případě mluvíme o prekapitalizování podniku. V opačném případě, kdy je část dlouhodobého majetku kryta krátkodobými cizími zdroji financování, mluvíme o podkapitalizování podniku. Tato skutečnost je více riziková než situace prekapitalizování. Čistý pracovní kapitál je možné vypočítat dle vztahu:

$$\text{ČPK} = \text{OA} - \text{krátkodobé závazky} , \quad (2.21)$$

kde ČPK je čistý pracovní kapitál, OA jsou oběžná aktiva.

### Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity se zabývají oblastí vázanosti kapitálu v různých formách aktiv. Pomocí těchto ukazatelů jsou vedoucí pracovníci schopni zjistit, jak efektivně využívají svá aktiva a případně určit opatření ke zlepšení situace. Kislingerová (2010) uvádí, že se jedná o kombinované ukazatele, jelikož dává do vzájemných poměrů položky jak z rozvahy, tak i z výkazu zisku a ztráty. Ukazatele aktivity mají zásadní vliv na ukazatele ROE a ROA. V oblasti ukazatelů aktivity se pracuje se dvěma typy ukazatelů, a to ukazatele vyjádřené pomocí doby obratu nebo počtem obrátů.

Ukazatel **Doba obratu aktiv** nám říká, jak dlouho trvá obrat celkového majetku (aktiv) vůči dosaženým tržbám. Snahou je dosáhnout co nejkratší doby obratu, tudíž je doporučován klesající trend tohoto ukazatele. Ukazatel ovlivňuje výše fixních aktiv, čím

je vyšší, tím je i hodnota ukazatele vyšší. Výsledná hodnota ukazatele je ve dnech. Vzorec pro výpočet je následující:

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{aktiva\ celkem \cdot 360}{tržby} . \quad (2.22)$$

**Doba obratu zásob** vyjadřuje, kolik dní trvá, než peněžní prostředky projdou přes výrobky a zboží zpět do podoby peněžních prostředků. Důležitou skutečností je, aby při srovnávání tohoto ukazatele byl brán v potaz vývoj v čase a jeho srovnání v rámci jednoho odvětví. Výpočet doby obratu zásob je možný za pomoci následujícího vztahu:

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby} . \quad (2.23)$$

**Doba obratu pohledávek** nám říká, jak dlouho trvá průměrně splacení námi vydaných faktur. Pokud vyjde hodnota ukazatele větší, než jsou námi stanovené doby splatnosti faktur, je nutné přezkoumat platební návyky odběratelů a snažit se o zlepšení situace. Ukazatel je využíván při plánování peněžních toků podniku. Vzorec pro výpočet je uváděn v této podobě:

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby} . \quad (2.24)$$

**Doba obratu závazků** vyjadřuje, kolik dní uplynulo od vzniku závazku do jeho uhrazení. Základním pravidlem je, aby doba obratu závazků dosahovala alespoň hodnoty doby obratu pohledávek, ideálně by splatnost závazků měla být delší než splatnost pohledávek. Výpočet je následující:

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby} . \quad (2.25)$$

## 2.4 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

Kromě použití poměrových ukazatelů při finanční analýze se používají i tzv. souhrnné modely. Jak uvádí Dluhošová (2010), jejich cílem je posoudit finanční pozici a výkonnost podniku, a to za pomoci jednoho čísla. Toto výsledné číslo je následně porovnáváno se stanovenými intervaly, které určují, jestli je podnik v otázce finanční stability ohrožen či nikoliv. Důvodem pro vznik těchto druhů modelů byla snaha o včasné rozpoznání hrozící nestability podniků.

Predikční modely finanční úrovně podniku můžeme rozdělit na modely bankrotní a ratingové (také nazývané bonitní). Rozdíl mezi těmito modely je ten, že v případě použití bankrotních modelů se posuzuje možnost úpadku podniku, u bonitních modelů se posuzuje možnost zhoršení finanční úrovně. Do skupiny bankrotních modelů patří Altmanův model, Taflerův model, Beaverův model, Zmijewského model a Ohlsonův model. Mezi bonitní modely se řadí Index IN.

#### 2.4.1 Altmanův model

Jak uvádí Dluhošová (2010), modelem patřící do skupiny bankrotních modelů je Altmanův model, který hodnotí, jestli je podnik ohrožen bankrotem nebo i v budoucnu mu nehrozí riziko bankrotu. Model byl publikován v roce 1968, kdy autor zkoumal 66 výrobních podniků a rozdělil je do dvou skupin, jedna skupina bankrotujících a druhá skupina nebankrotujících společností. Výsledkem modelu je tzv. Z-skóre, které se získá za pomoci následujícího tvaru, který je použitelný pro společnosti, jejichž akcie jsou veřejně obchodované na burze:

$$Z = 1,2 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5 , \quad (2.26)$$

kde  $Z$  je Z-skóre,  $X_1$  je pracovní kapitál/aktiva celkem,  $X_2$  je nerozdělený zisk/aktiva celkem,  $X_3$  je zisk před úroky a daněmi/aktiva celkem,  $X_4$  označuje tržní cenu akcií/dluhy celkem a  $X_5$  jsou tržby celkem/aktiva celkem. U podniků, u kterých je minimální riziko bankrotu, je hodnota Z-skóre větší než 2,99 ( $Z > 2,99$ ), pro podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu platí hodnota  $Z < 1,81$ . Jestliže se hodnota Z-skóre pohybuje v intervalu  $1,81 \leq Z \leq 2,99$ , jedná se o situaci, kdy se podnik nachází v tzv. šedé zóně.

Upravená verze Altmanova modelu pro společnosti, jejichž akcie se neobchodují na burze, je platný tento tvar:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5 , \quad (2.27)$$

kde význam jednotlivých symbolů je stejný jako v předchozí verzi modelu, jediný rozdíl je v interpretaci ukazatele  $X_4$ , který je vyjádřen podílem veličin účetní hodnoty vlastního kapitálu vůči celkovým dluhům. Model se také liší výslednými intervaly. Pro minimální pravděpodobnost bankrotu podniku platí  $Z > 2,90$ , vysoká pravděpodobnost bankrotu hrozí podnikům s výsledným Z-skórem menším než 1,20 ( $Z < 1,20$ ), pro podniky v šedé zóně platí  $1,20 \leq Z \leq 2,90$ .

Třetí verze Altmanova modelu byla publikována v roce 1995 a je určena pro firmy na rozvíjejících se trzích a nevýrobní podniky. Oproti původním verzím je nyní vypuštěna poslední proměnná  $X_5$ , přičemž interpretace zbývajících symbolů je stejná jako v předchozí podobě modelu. Tvar modelu je tedy následující:

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4 . \quad (2.28)$$

Minimální pravděpodobnost bankrotu mají podniky s hodnotou  $Z > 2,6$ , podniky s vysokou pravděpodobností hrozícího bankrotu mají  $Z < 1,1$  a pro podniky nacházející se v šedé zóně platí interval  $1,1 \leq Z \leq 2,6$ .

#### 2.4.2 Taflerův model

Dalším z bankrotních modelů je Taflerův model publikovaný v roce 1977. Model vychází z ukazatelů, které se zaměřují na platební neschopnost podniku. Oproti Altmanovu modelu pracuje pouze se čtyřmi poměrovými ukazateli. Vztah pro výpočet Taflerova modelu je zobrazen v následující podobě:

$$Z_T = 0,53 X_1 + 0,13 X_2 + 0,18 X_3 + 0,16 X_4 , \quad (2.29)$$

kde  $X_1$  je EBT/krátkodobé závazky,  $X_2$  jsou OA/závazky celkem,  $X_3$  jsou krátkodobé závazky/aktiva a  $X_4 = \text{finanční majetek} / (\text{provozní náklady} - \text{odpisy})$ . Pro podniky s minimální pravděpodobností bankrotu platí  $Z > 0,3$ , hodnota  $Z < 0,2$  znamená vysokou pravděpodobnost bankrotu a pro podniky v šedé zóně platí  $0,2 \leq Z \leq 0,3$ .

#### 2.4.3 Beaverův model

Model publikovaný v roce 1967 se pokouší analyzovat ty poměrové ukazatele, které mají významný vliv při finančních problémech podniku. W.H. Beaver při sestavování modelu shromáždil informace o již zbankrotovaných firmách nebo o firmách, které vykazovaly známky bankrotu a dále informace o stejném počtu firem, které nevykazovaly finanční problémy. Na základě svého výzkumu dospěl k závěru, že určité poměrové ukazatele dovedou předpovědět případný hrozící úpadek firmy již pět let předem. V níže uvedené Tab. 2.1 jsou uvedeny poměrové ukazatele, které jsou považovány dle W.H. Beavera za hlavní poměrové ukazatele pro tento bankrotní model.



Tab. 2.1 Parametry Beaverova modelu

Ukazatel	Trend u ohrožených firem
vlastní kapitál/aktiva celkem	klesá
přidaná hodnota/aktiva celkem	klesá
bankovní úvěry/cizí zdroje	roste
cash flow/cizí zdroje	klesá
provozní kapitál/aktiva celkem	klesá

Zdroj: Dluhošová 2010, str. 97; vlastní zpracování

#### 2.4.4 Zmijewského model

Dalším ze skupiny bankrotních modelů je Zmijewského model, který byl publikován v roce 1984. Jelikož bankrotní modely publikované před tímto modelem pracovaly většinou se zastoupením bankrotujících a nebankrotujících firem v poměru 1:1, což neodpovídá realitě, Zmijewski postupně poměr upravoval, až došel ke konečnému poměru 40 bankrotujících a 800 nebankrotujících podniků. Součástí výběru však nebyly společnosti z oblasti financí, služeb a veřejné administrativy. Zmijewski se pokusil vyhnout zkreslení vzorku na základě výběru tím, že jako bankrotující firmy byly vybrány takové podniky, které podaly návrh na bankrot a jako nebankrotující takové podniky, které tento návrh nepodaly. Základem modelu je probit analýza, která připouští výsledné hodnoty v intervalu 0 až 1. Vztah pro výpočet modelu je následující:

$$Z = -4,3 - 4,5 X_1 + 5,7 X_2 + 0,004 X_3 , \quad (2.30)$$

kde  $X_1$  je čistý zisk/aktiva celkem,  $X_2$  jsou cizí zdroje/aktiva celkem,  $X_3$  jsou oběžná aktiva/krátkodobé závazky. Následně se dle níže uvedené rovnice vyhodnotí pravděpodobnost bankrotu podniku:

$$P = \frac{1}{1 + e^{-Z}} . \quad (2.31)$$

Podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají hodnotu  $P$  větší než 0,5, a jako podniky s nízkou pravděpodobností bankrotu jsou označovány podniky s hodnotou  $P$  menší než 0,5. Čím je hodnota bližší 0, tím je podnik stabilnější po finanční stránce.

#### 2.4.5 Ohlsonův model

Posledním, v této práci použitým bankrotním modelem, je Ohlsonův model publikovaný v roce 1980. Základem je logit analýza, která opět připouští hodnoty v intervalu 0 až 1, stejně jako u předchozího Zmijewského modelu. Prvních šest indikátorů bylo vybráno autorem z důvodu, že se nejčastěji vyskytují v literatuře. V modelu jsou

obsaženy 4 ukazatele likvidity, 2 ukazatele ziskovosti a 2 ukazatele pákového efektu. Model je možné vypočítat na základě rovnice:

$$Ohlson = -1,3 - 0,4X_1 + 6,0X_2 - 1,4X_3 + 0,8X_4 - 2,4X_5 - 1,8X_6 + 0,3X_7 - 1,7X_8 - 0,5X_9, \quad (2.32)$$

kde  $X_1$  je  $\log(\text{celková aktiva}/\text{deflátor HDP})$ ,  $X_2$  jsou cizí zdroje/aktiva celkem,  $X_3$  je poměr ČPK/aktiva celkem,  $X_4$  jsou krátkodobé závazky/oběžná aktiva,  $X_5 = 1$ , pokud jsou cizí zdroje větší než celková aktiva, jinak 0,  $X_6$  je čistý zisk (EAT)/celková aktiva,  $X_7$  je (čistý zisk + odpisy)/cizí kapitál,  $X_8 = 1$ , pokud je součet čistého zisku za poslední 2 období záporný, jinak 0,  $X_9$  je (čistý zisk v daném období – čistý zisk minulého období)/(čistý zisk v daném období + čistý zisk minulého období). Pravděpodobnost bankrotu je pak dána vztahem:

$$P = \frac{1}{1 + e^{-Ohlson}}. \quad (2.33)$$

Jestliže je hodnota  $P$  větší jak 0,38 značí vyšší pravděpodobnost bankrotu, naopak hodnota  $P$  menší než 0,38 vypovídá o nízké pravděpodobnosti bankrotu.

#### 2.4.6 Indexy IN

Níže popsané indexy IN, publikované manželi Neumaierovými, jsou sestaveny a přizpůsobeny s ohledem na české podniky a ekonomickou situaci v ČR. Indexů existuje celá řada a jejich názvy se liší číslem, které označuje rok jeho vzniku.

**Index IN95** vznikl, jak napovídá název, v roce 1995. Jak uvádí Neumaierová (2002), do indexu byly zařazeny takové bankrotní indikátory, které jsou nejčastěji používány i v ostatních bankrotních modelech. V indexu se nevyskytuje žádný ukazatel, který by pracoval s daty z kapitálového trhu. Testování indexu probíhalo v českých podmínkách na datech tisíců společností, úspěšnost indexu je více než 70 %. Index IN95 má následující tvar:

$$IN95 = V_1 \frac{A}{CZ} + V_2 \frac{EBIT}{U} + V_3 \frac{EBIT}{A} + V_4 \frac{VÝN}{A} + V_5 \frac{OA}{KZ + KBU} - V_6 \frac{ZPL}{VÝN}, \quad (2.34)$$

kde  $V_1$  až  $V_6$  jsou váhy jednotlivých ukazatelů,  $A$  jsou aktiva,  $CZ$  jsou cizí zdroje,  $EBIT$  je zisk před zdaněním a úroky,  $U$  jsou nákladové úroky,  $VÝN$  jsou výnosy,  $OA$  vyjadřují oběžná aktiva,  $KZ$  jsou krátkodobé závazky,  $KBU$  jsou krátkodobé bankovní úvěry a

výpomoci, ZPL vyjadřují závazky po lhůtě splatnosti. V níže uvedené Tab. 2.2 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých vah pro zpracovatelský průmysl a pro ekonomiku ČR jako celek.

Tab. 2.2 Váhy indexu IN95 pro vybraná odvětví

OKEČ	Název	$V_1$	$V_3$	$V_4$	$V_6$
<b>D</b>	Zpracovatelský průmysl	0,24	7,61	0,48	11,92
	Ekonomika ČR	0,22	8,33	0,52	16,80

Zdroj: Neumaierová (2002); vlastní zpracování

Váha  $V_2$  pro ukazatel EBIT/U je stejná pro všechny odvětví, a to na úrovni 0,11 a váha  $V_5$  pro ukazatel OA/(KZ+KBU) je taktéž stejná pro všechny odvětví na úrovni 0,10. Jestliže výsledná hodnota indexu IN95 je vyšší než 2, znamená to, že podnik je schopen bezproblémově platit své závazky. Hodnota indexu menší než 1 značí existenci problémů se schopností splácet závazky. Šedá zóna je logicky představována intervalem mezi hodnotami 1 až 2.

Další verzí tohoto indexu je **index IN99**, který má základy v předchozí verzi, ale byly provedeny úpravy jednotlivých vah. Jeho zaměření se orientuje na pohled ze strany vlastníků firem a schopnost tvorby ekonomického zisku. Podobu indexu lze vyjádřit následujícím vzorcem:

$$IN99 = -0,017 \frac{A}{CZ} + 4,573 \frac{EBIT}{A} + 0,481 \frac{VÝN}{A} + 0,015 \frac{OA}{KZ + KBÚ} . \quad (2.35)$$

Jednotlivé zkratky mají stejný význam jako v předchozí verzi indexu. Hodnota indexu větší než 2,07 značí, že podnik má kladnou hodnotu ekonomického zisku, při hodnotě indexu menší než 0,684, tak má podnik zápornou hodnotu ekonomického zisku. Pro šedou zónu je interval poměrně široký, a proto byl rozdělen na další tři pásma. Je-li hodnota indexu 1,420 až 2,07 neznamena to výraznější problémy; jako nerozhodná situace je označena tehdy, je-li hodnota indexu 1,089 až 1,420 a poslední pásmo je v rozmezí 0,684 až 1,089 což již naznačuje převažující problémy. Vypovídací schopnost této verze indexu dosahuje úspěšnosti více jak 85 %.

**Index IN01** vznikl tím, že autoři spojili obě předchozí verze indexu. Jako vzorek bylo použito 1915 podniků z oblasti průmyslu. Index má následující podobu:

$$IN01 = 0,13 \frac{A}{CZ} + 0,04 \frac{EBIT}{U} + 3,92 \frac{EBIT}{A} + 0,21 \frac{VÝN}{A} + 0,09 \frac{OA}{KZ + KBÚ} . \quad (2.36)$$

Dosahuje-li index hodnoty větší jak 1,77, podnik vytvořil hodnotu. Pokud je hodnota indexu menší než 0,75, tak daný podnik je ohrožen bankrotem. Šedá zóna je představována intervalem 0,75 až 1,77.

V roce 2005 byl publikován **index IN05**, když v roce 2004 autoři otestovali úspěšnost předchozích indexů na datech z roku 2004. Jelikož úspěšnost indexu IN99 klesla pod 50 %, ale indexy IN95 a IN01 si udržely úspěšnost, autoři aktualizovali poslední verzi indexu. Tím vznikl index IN05 v následující podobě:

$$IN01 = 0,13 \frac{A}{CZ} + 0,04 \frac{EBIT}{U} + 3,97 \frac{EBIT}{A} + 0,21 \frac{VÝN}{A} + 0,09 \frac{OA}{KZ + KBÚ} , \quad (2.37)$$

kde jediná změna ve výpočtu indexu oproti verzi IN01 je ve zvýšení váhy  $V_3$  z hodnoty 3,92 na hodnotu 3,97. Změna také nastala v posunu intervalů, kterými se hodnotí finanční situace podniku. Horní hranice se zvýšila na hodnotu 1,90, tzn. že hodnota indexu větší jak 1,90 znamená, že podnik vytvořil hodnotu. Dolní hranice je nově 0,9.

## 2.5 Ekonomická přidaná hodnota EVA

Autoři metody EVA jsou Američané Stewart a Stern. Jak uvádí Mařík (2018), ekonomická přidaná hodnota EVA je využívána jako nástroj pro finanční analýzu, dále také pro řízení podniku a oceňování podniku. Překonává také nedostatky dříve používaných ukazatelů měření výkonnosti, které jsou založeny na sledování účetního výsledku hospodaření, u kterého může docházet k manipulaci a zkreslování i legálními způsoby. Podstatou této metody je měření ekonomického zisku. V situaci, kdy jsou podnikem uhrazeny veškeré náklady včetně nákladů na kapitál (cizí i vlastní), tehdy dosahuje podnik kladného ekonomického zisku. V případě kladné hodnoty ukazatele EVA se zvyšuje bohatství vlastníků, naopak při záporné hodnotě toho bohatství klesá.

Jak uvádí Dluhošová (2010), výpočet je možno provést na základě dvou konceptů, buď na bázi provozního zisku nebo hodnotového rozpětí (Value Spread). Výpočet na bázi provozního zisku (někdy také pod označením EVA-Entity) můžeme zapsat pomocí následujícího vztahu:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C , \quad (2.38)$$

kde NOPAT je čistý provozní zisk po zdanění,  $C$  vyjadřuje hodnotu celkového podnikového kapitálu a WACC náklady na celkový kapitál.

Existují tři oblasti firemního rozhodování, které mají vliv na vstupní data pro výpočet ukazatele EVA. Jsou jimi operativní, investiční a finanční rozhodnutí. Operativní rozhodování ovlivňuje vstupní proměnnou NOPAT a týká se především podnikových výkonů. Na vstupní veličinu WACC působí rozhodování v oblasti financování. Oblast investičního rozhodnutí ovlivňuje veličinu  $C$ , tedy zabývá se otázkou použitého kapitálu potřebného pro financování podnikových potřeb.

Další verze pro výpočet EVA je na bázi hodnotového rozpětí. Jak uvádí Dluhošová (2010, s. 19): „Hodnotové rozpětí představuje tzv. ekonomickou rentabilitu, kterou lze vyčíslit jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál.“ Výpočet EVA na bázi hodnotového rozpětí má následující podobu:

$$EVA = (ROC - WACC) \cdot C , \quad (2.39)$$

kde ROC je výnosnost investovaného kapitálu. Z daného vztahu lze vidět, že výsledná hodnota ukazatele EVA je závislá především na rozdílu  $ROC - WACC$ , což je tzv. reziduální výnos kapitálu.

Jako EVA-Equity je označována EVA na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, vztah pro výpočet je následující:

$$EVA = (ROE - R_E) \cdot E , \quad (2.40)$$

kde ROE je rentabilita vlastního kapitálu,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu a  $E$  je hodnota vlastního kapitálu. Z pohledu vlastníka je důležité, aby rozdíl mezi hodnotami  $ROE$  a  $R_E$  byl co největší (nebo alespoň kladný), jelikož pouze v tomto případě je návratnost vloženého kapitálu větší, než by mohl investor dosáhnout při alternativní investici.

Další možností je vyjádření EVA na bázi relativního hodnotového rozpětí, vztah pro výpočet je v následující podobě:

$$EVA/E = ROE - R_E . \quad (2.41)$$

Výsledná hodnota ukazatele není ovlivněna výší vlastního kapitálu a je tedy umožněno měřit relativní výkonnost firmy a je možno využít tento ukazatel k mezipodnikovému srovnání.

## 2.6 Náklady kapitálu

Pod pojmem náklady kapitálu si můžeme představit náklady společnosti, které musí hradit za získání a používání jednotlivých zdrojů financování. Tyto náklady se v čase mění a podléhají různým výkyvům. Jak uvádí Dluhošová (2010), na náklady kapitálu se můžeme dívat pohledem investora a pohledem podniku. Při pohledu ze strany investora se jedná o požadovanou míru výnosnosti na takové úrovni, aby nedošlo k poklesu bohatství pro investory. Z hlediska podniku se na náklady kapitálu díváme tak, že to jsou náklady vyjádřené cenou za získaný kapitál, který je nezbytný pro další rozvoj a fungování podniku.

### 2.6.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál jsou označovány pod zkratkou WACC (Weighted Average Cost of Capital), jejich výpočet je možný za pomoci následující rovnice:

$$WACC = \frac{R_D(1 - t) \cdot D + R_E \cdot E}{D + E} , \quad (2.42)$$

kde  $WACC$  jsou vážené průměrné náklady kapitálu,  $R_D$  jsou náklady na cizí úročený kapitál,  $t$  vyjadřuje sazbu daně z příjmu,  $D$  je cizí úročený kapitál,  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  představuje vlastní kapitál,  $C=E+D$  je celkový kapitál.  $WACC$  v sobě tedy zahrnují náklady jak na cizí, tak i vlastní kapitál. Samotný výpočet není složitý, ovšem problém nastává v dosazení do vzorce konkrétními daty.

### 2.6.2 Náklady na cizí kapitál

Jak uvádí Dluhošová (2010), náklady na cizí kapitál představují kupónové platby nebo úroky, které je nutné za podnikový kapitál platit věřitelům a investorům. Jakou úrokovou mírou bude tento kapitál úročený, se odvíjí nejen od aktuální situace na finančním trhu, ale také od dalších faktorů. Jedním z faktorů je doba, na kterou je dluhopis

nebo úvěr poskytnut. Dlouhodobé úvěry jsou dražší než krátkodobé, jelikož jsou peněžní prostředky věřitelů vázány na delší dobu. Dalšími faktory je efektivnost nebo bonita dlužníka. Méně bonitní dlužníci musí očekávat vyšší sazby, jelikož investor v jejich případě podstupuje větší riziko návratnosti kapitálu. V případě nákladů na cizí kapitál působí tzv. daňový štít, který vyjadřuje snížení úroku o sazbu daně. Náklady na cizí kapitál lze vypočítat následovně:

$$R_D = i(1 - t) , \quad (2.43)$$

kde  $i$  je úroková míra a  $t$  představuje sazbu daně.

Jestliže nemáme přístup k interním informacím, je obtížné zjistit vstupní data pro výše zmíněný vzorec. Pro externí uživatele je potom zjistit tyto data velmi obtížné, proto je možné pro výpočet úrokové sazby použít následující vzorec:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}} . \quad (2.44)$$

Další možností získání cizího kapitálu představuje emise obligací. Náklady kapitálu získaného tímto způsobem lze určit jako výnos do splatnosti obligace za pomoci následujícího vztahu:

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + R_D)^{-t} + NV \cdot (1 + R_D)^{-T} , \quad (2.45)$$

kde  $P$  je tržní cena obligace,  $c$  vyjadřuje kupónovou sazbu,  $T$  je doba do splatnosti obligace a  $NV$  představuje nominální hodnotu obligace.

### 2.6.3 Náklady na vlastní kapitál

Obecně jsou náklady na vlastní kapitál vyšší než náklady u cizího kapitálu. Jak uvádí Dluhošová (2010), na této skutečnosti se podílí zejména dva důvody. Prvním je to, že vlastník vkládá do podniku prostředky na neomezenou dobu, kdežto věřitel investuje do podniku na předem známou dobu a ví, kdy se mu vrátí. Věřitel taktéž zná úrokové platby, které mu budou vypláceny za poskytnutí zdrojů bez ohledu na případnou ziskovost podniku, kdežto vlastník nemá zaručenou návratnost, která se v jeho případě odvíjí od hospodářské situace podniku. Druhým důvodem je skutečnost, že nákladové úroky plynoucí z cizího kapitálu jsou daňově uznatelnými náklady a jako takové tedy

snižují základ daně, ze kterého se vypočítává daň z příjmu. Tato skutečnost je známá pod názvem daňový štít.

Určení nákladů na vlastní kapitál patří ke složitějším otázkám. Náklady lze určit buď na bázi tržních přístupů nebo za použití metod, které čerpají údaje z účetních dat. Rozhodnutí, které z metod budou použity, závisí především na dostupnosti dat potřebných k výpočtům, což souvisí s vyspělostí finančních trhů v dané ekonomice, kde firma působí. Mezi základní metody patří:

- model oceňování kapitálových aktiv – CAPM,
- arbitrážní model oceňování – APM,
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

Zaměřením na tržní přístup při stanovení nákladů vlastního kapitálu se vyznačuje **model oceňování kapitálových aktiv – CAPM**. Je jedním z nejčastěji využívaných modelů a vychází z řady předpokladů, mezi které patří například nedělitelnost aktiv, nebere v úvahu transakční náklady a daně, předpokládá existenci dokonalých trhů. Jedná se o rovnovážný model, tato rovnováha je dána skutečností, že mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je stejný, přičemž tento vztah je nazýván jako přímka trhu cenných papírů (SML – Security Market Line), jak uvádí Levy (1999). Očekávaný výnos dle modelu CAPM je možný vypočíst následovně:

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F] , \quad (2.46)$$

kde  $E(R_E)$  je očekávaný výnos vlastního kapitálu,  $R_F$  představuje bezrizikovou sazbu, koeficient  $\beta_E$  vyjadřuje citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia,  $E(R_M)$  je očekávaný výnos tržního portfolia.

**Arbitrážní model oceňování (APM)** patří mezi alternativní modely. Opět jako v předchozím případě se jedná o model založený na tržním přístupu ke stanovení nákladů na vlastní kapitál. Jedná se o vícefaktorový model, který bere v úvahu více rizikových faktorů. Rovnovážná podmínka je představována nemožností arbitráže, tzn. že nikdo z



investorů není schopen dosáhnout arbitrážního zisku. Model APM je možné vyjádřit následujícím tvarem:

$$E(R_E) = R_F + \sum_j \beta_{Ej} [E(R_j) - R_F] , \quad (2.47)$$

kde  $\beta_{Ej}$  je koeficient citlivosti dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos  $j$ -tého faktoru,  $E(R_j)$  je očekávaný výnos  $j$ -tého faktoru.

**Dividendové modely** slouží k oceňování akcií v případě, že tržní cena akcie je vyjádřena jako současná hodnota budoucích dividend, které plynou z této akcie. V případě nekonečně dlouhé doby držení akcie můžeme určit tržní cenu akcie jako perpetuitu. Náklady kapitálu pomocí dividendového modelu je možno vyjádřit za pomoci následující rovnice:

$$R_E = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}} . \quad (2.48)$$

V případě očekávané rostoucí dividendy v dalších letech konstantním tempem, výše uvedený vztah se změní na Gordonův dividendový model, který lze vyjádřit následovně:

$$R_E = \frac{\text{dividenda}}{\text{tržní cena akcie}} + g , \quad (2.49)$$

kde  $g$  je tempo růstu dividend.

Jestliže se námi analyzovaný podnik nachází v ekonomice s nedostatečně rozvinutým kapitálovým trhem a krátkým časovým obdobím fungování tržní ekonomiky, pro stanovení nákladů kapitálu se používají **stavebnicové modely**. Spočívají v tom, že náklad vlastního kapitálu se stanovuje jako součet výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových premií, které se v tomto případě neodvozují z dat kapitálového trhu, ale dat nalezených v podnikovém účetnictví. Jak uvádí Dluhošová (2010), odhad nákladů kapitálu pomocí stavebnicového modelu pro nezadluženou firmu je možno provést následujícím způsobem:

$$WACC_U = R_E^U = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} , \quad (2.50)$$

kde  $R_F$  je bezriziková úroková sazba,  $R_{podnikatelské}$  představuje rizikovou přírážku za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{finstab}$  je riziková přírážka za riziko plynoucí z finanční stability a  $R_{LA}$  vyjadřuje rizikovou přírážku za velikost podniku.

Pokud se jedná o podnik, který k financování využívá cizí zdroje, tak náklady na celkový kapitál zadlužené firmy je možno vypočítat takto:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.51)$$

kde  $D$  jsou bankovní úvěry,  $A$  vyjadřují celková aktiva a  $t$  je sazba daně z příjmu. A dále pro stejný zadlužený podnik se provede výpočet nákladů vlastního kapitálu dle vzorce:

$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{CZ}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.52)$$

kde  $UZ$  jsou úplatné zdroje,  $Z$  je hrubý zisk,  $UM$  vyjadřuje úrokovou míru,  $CZ$  je čistý zisk, a dále vztah pro výpočet  $UZ = VK + BU + OBL$ , kde  $VK$  je vlastní kapitál,  $BU$  jsou bankovní úvěry a  $OBL$  jsou vydané obligace.

Náklady na vlastní kapitál je možné určit za pomoci přírážek dle vztahu:

$$R_E = WACC_U + R_{finstr} = R_F + R_{podnikatelské} + R_{finstab} + R_{LA} + R_{finstr}, \quad (2.53)$$

kde  $R_{finstr}$  představuje rizikovou přírážku za zadluženost. Aby se předešlo extrémním případům, tak jsou doporučovány limity pro stanovení velikosti přírážky. Pokud nastane situace, kdy je  $R_E = WACC_U$ , tak je přírážka za zadluženost  $R_{finstr} = 0$ , jestliže platí  $R_E - WACC_U > 10\%$ , pak je hodnota přírážky 10 %.

Dále je nutné stanovit rizikové přírážky, které se používají pro výpočet celkových nákladů nezadlužené firmy, tedy  $WACC_U$ .

**Jako bezriziková přírážka ( $R_F$ )** se používá výnos do splatnosti desetiletých státních dluhopisů. Tento výnos je možné zjistit na webových stránkách České národní banky [cnb.cz](http://cnb.cz)

**Riziková přírážka za podnikatelské riziko ( $R_{podnikatelské}$ )** závisí na poměrovém ukazateli ROA, který je vypočítán jako  $EBIT/A$ , a který se následně porovnává s ukazatelem  $X1$ , přičemž ukazatel  $X1$  je definován vztahem:

$$X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM. \quad (2.54)$$

Jestliže platí, že  $X1 < ROA$ , pak  $R_{podnikatelské} = \min R_{podnikatelskéodvětví}$ . Pokud  $ROA < 0$ , pak  $R_{podnikatelské} = 10,00 \%$ . A jestliže  $0 \leq ROA \leq X1$ , potom platí vztah pro výpočet přírážky:

$$R_{podnikatelské} = \left( \frac{X1 - EBIT/A}{X1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.55)$$

**Riziková přírážka finanční stability ( $R_{finstab}$ )** je závislá na ukazateli celkové likvidity, která je definována následovně:

$$L3 = \frac{OA}{kr. \text{ závazky} + bank. \text{ úvěry a výpomoci} - dl. bank. \text{ úvěry}}. \quad (2.56)$$

Vypočítaná hodnota  $L3$  se následně porovnává s mezními hodnotami likvidity  $XL1$  a  $XL2$ , kdy doporučené hodnoty pro  $XL1 = 1$  a  $XL2 = 2,5$ . Jestliže platí  $L3 \leq XL1$ , pak  $R_{finstab} = 10\%$ . Pokud  $L3 \geq XL2$ , pak platí  $R_{finstab} = 0\%$ . Jestliže  $XL1 < L3 < XL2$ , pak riziková přírážka za finanční stabilitu se vyjádří následovně:

$$R_{finstab} = \left( \frac{XL2 - L3}{XL2 - XL1} \right)^2 \cdot 0,1. \quad (2.57)$$

Poslední přírážkou je **riziková přírážka za velikost podniku ( $R_{LA}$ )**, která je závislá na velikosti úplatných zdrojů. Jestliže jsou  $UZ \geq 3$  mld. Kč, tak  $R_{LA} = 0,00 \%$ . Pokud  $UZ \leq 0,1$  mld. Kč, potom  $R_{LA} = 5,00 \%$ . Pokud  $UZ > 0,1$  mld. Kč a zároveň  $UZ < 3$  mld. Kč, potom se postupuje pro výpočet rizikové přírážky následovně:

$$R_{LA} = \frac{(3 \text{ mld. Kč} - UZ)^2}{168,2}. \quad (2.58)$$

## 2.7 Pyramidový rozklad finančních ukazatelů

Úkolem finančních analytiků není jen provedení výpočtů poměrových ukazatelů a jejich komentování, ale jak uvádí Zmeškal (2010), jedním ze základních úkolů je také provedení rozborů odchylek ukazatelů a následné vyčíslení faktorů, které přispívají ke

zjištěným odchylkám. Dluhošová (2010) uvádí, že hlavní myšlenkou pyramidového rozkladu je takový postup, při kterém se hlavní vrcholový ukazatel postupně rozkládá na dílčí vysvětlující ukazatele. Mezi těmito dílčími ukazateli se pak stanovují vzájemné vazby, které umožní vyjádřit vliv dílčích ukazatelů na ukazatel vrcholový.

### 2.7.1 Analýza odchylek

Jak bylo uvedeno výše, metoda analýzy odchylek slouží k posouzení vlivu dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel. Tuto odchylku vrcholového ukazatele je možné určit jako součet odchylek dílčích ukazatelů, jak uvádí Zmeškal (2010), což lze vyjádřit následovně:

$$\Delta y_x = \sum_i \Delta x_{a_i} , \quad (2.59)$$

kde  $\Delta y_x$  je přírůstek vlivu analyzovaného ukazatele,  $x$  je analyzovaný ukazatel,  $a_i$  je dílčí vysvětlující ukazatel,  $\Delta x_{a_i}$  je vliv dílčího ukazatele  $a_i$  na analyzovaný ukazatel  $x$ . Tyto odchylky lze vyjádřit buď relativně:

$$\Delta x_{relativně} = \frac{x_1 - x_0}{x_0} , \quad (2.60)$$

nebo absolutně:

$$\Delta x_{absolutně} = x_1 - x_0 . \quad (2.61)$$

Při použití pyramidového rozkladu se můžeme setkat se dvěma typy vazeb, a to aditivní, nebo multiplikativní vazba.

**Aditivní vazba** je představována operátorem mezi jednotlivými ukazateli buď jako součet (+), nebo rozdíl (-), přičemž platí  $x = \sum_i a_i = a_1 + a_2 + \dots + a_n$ . Jak uvádí Zmeškal (2013), aditivní vazba je pro vyčíslení vlivů u všech metod stejná. Vztah pro aditivní vazbu je následující:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\Delta a_i}{\sum_i \Delta a_i} \cdot \Delta y_x , \quad (2.62)$$

kde  $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$ ,  $a_{i,0}$ , resp.  $a_{i,1}$  je hodnota ukazatele  $i$  pro výchozí stav nebo čas (index 0) a následný stav nebo čas (index 1).

V **multiplikativní vazbě** se vyskytuje operátor násobení nebo dělení, lze zapsat jako  $x = \prod_i a_i$ .

## 2.7.2 Metody rozkladu pro multiplikativní vazbu

Jak uvádí Zmeškal (2013), při analýze odchylek, kde je multiplikativní vazba, se rozlišují tyto základní metody: metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, logaritmická metoda, funkcionální metoda a integrální metoda.

Výhodou **Metody postupných změn** je jednoduchost výpočtu, dále také bezzbytkový rozklad. Mezi nevýhody patří skutečnost, že velikost vlivů ukazatelů je přímo závislá na pořadí, v jakém jsou uspořádány ukazatele ve výpočtu. Matematicky můžeme vyjádřit metodu postupných změn následovně:

$$\Delta x_{a_i} = \prod_{j < i} a_{j,0} \cdot \Delta a_i \cdot \prod_{j > i} a_{j,1} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} . \quad (2.63)$$

**Metoda rozkladu se zbytkem** vyčísľuje vlivy takovým způsobem, že vzniká zbytek  $R$ , který je způsoben současnými změnami více ukazatelů. Oproti minulé metodě nezáleží na pořadí ukazatelů, problém je však s interpretací zbytku  $R$ . Vztah pro vyjádření metody rozkladu se zbytkem je:

$$R = \Delta x - [\Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} + a_{1,0} \cdot a_{2,0} \cdot \Delta a_3] \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x} . \quad (2.64)$$

**Logaritmická metoda** zachycuje současnou změnu všech ukazatelů a zároveň nevzniká problém se zbytkem, ani problém s pořadím ukazatelů. Mezi nevýhody patří skutečnost, že je nutné pracovat pouze s kladnými hodnotami indexů. Matematické vyjádření je následující:

$$\Delta x_{a_i} = \frac{\ln I_{a_i}}{\ln I_x} \cdot \Delta y_x , \quad (2.65)$$

kde platí  $I_x = \frac{x_1}{x_0}$  a  $I_{a_i} = \frac{a_{i,1}}{a_{i,0}}$  jsou indexy vrcholového ukazatele a dílčích ukazatelů.

**Funkcionální metoda** pracuje s diskretními výnosy. Výhody jsou stejné jako u předchozí logaritmické metody, zároveň je však odstraněn problém se zápornými indexy. Jestliže se zbytek rozdělí rovnoměrně a pracuje se se třemi dílčími ukazateli, jsou vlivy vyčísleny následujícím způsobem:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3}\right) \Delta y_x , \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3}\right) \Delta y_x , \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \cdot \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2}\right) \Delta y_x ,\end{aligned}\tag{2.66}$$

kde  $R$  je diskretní výnos, přičemž platí  $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$ ,  $R_x = \frac{\Delta x}{x_0}$ ,  $\Delta a_i = a_{i,1} - a_{i,0}$ .

**Integrální metoda** má výhody podobné metodě funkcionální, dále je možné provádět analýzu komplikovanějších nelineárních vazeb. Vztah pro výpočet integrální metody lze vyjádřit následovně pro jakýkoliv počet prvků:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_j} &= \frac{R_{a_j}}{R_{x'}} \cdot \Delta y_x , \\ R_{x'} &= \sum_{j=1}^N R_{a_j}\end{aligned}\tag{2.67}$$

kde  $R$  je diskretní výnos.

### 2.7.3 Analýza citlivosti vlivů

V citlivostní analýze se hodnotí, jaký vliv má změna určitých parametrů na výsledné hodnoty koncových veličin.

Obecně lze vyjádřit syntetický finanční ukazatel jako funkce dílčích ukazatelů:

$$U = f(F_1, F_2 \dots F_n)\tag{2.68}$$

Citlivost ukazatele na jeden faktor lze vyjádřit následovně:

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2 \dots F_n] ,\tag{2.69}$$

Nebo jako přírůstek hodnoty vlivem změny daného faktoru:

$$\Delta U_{\alpha}^{F_1} = U_{1+\alpha}^{F_1} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, \dots, F_n] , \quad (2.70)$$

přičemž  $\alpha$  značí relativní odchylku, která může nabývat kladných nebo záporných hodnot.

V případě, že se posuzuje vliv více faktorů současně na vrcholový ukazatel, citlivost se vypočítá následovně při vlivu tří faktorů:

$$U_{1+\alpha, 1+\beta, 1+\gamma} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, (1 + \beta) \cdot F_2, (1 + \gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n], \quad (2.71)$$

$$\Delta U_{\alpha, \beta, \gamma} = U_{1+\alpha} - U = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, (1 + \beta) \cdot F_2, (1 + \gamma) \cdot F_3, F_4 + \dots + F_n] - U. \quad (2.72)$$

### 3 Charakteristika a analýza finanční výkonnosti vybraného podniku

V této části diplomové práce je nejprve představena analyzovaná společnost TONAK, a.s. Následuje praktická část práce, která je aplikována na datech za časový úsek 2014 až 2018. Data, která byla využita pro vypracování praktické části, byla získána z veřejné databáze justice.cz, data využitá při srovnání společnosti s odvětvím, byla získána z oficiálních materiálů Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO). V rámci této kapitoly je provedena horizontální a vertikální analýza rozvahy a VZZ, následuje finanční analýza za pomoci poměrových ukazatelů, jejichž výsledky jsou uvedeny přehledně v tabulkách. Dále je provedeno hodnocení finanční úrovně společnosti za pomoci souhrnných modelů, konkrétně pomocí modelů Altmanova, Taflerova, Beaverova, Zmijewského, Ohlsonova modelu a Indexy IN v různých variantách. Následuje stanovení nákladů na kapitál, výpočet Ekonomické přidané hodnoty EVA a pyramidový rozklad tohoto ukazatele.

#### 3.1 Představení společnosti TONAK, a. s.

Společnost TONAK, a. s. sídlí v Novém Jičíně (Moravskoslezský kraj) a patří mezi největší a nejvýznamnější světové výrobce pokrývek hlavy. Svoji více než dvousetletou bohatou historii začala psát společnost TONAK v roce 1799, kdy Jan Nepomuk Hückel založil kloboučnickou manufakturu. V roce 1865 se ve společnosti začíná pracovat za pomoci strojů, v roce 1869 se společnost přejmenovává na Hückel a synové, tento název si firma nechává až do znárodnění, kdy se název mění na TONAK (**TO**várna **NA** Klobouky). Společnost TONAK je vlastněna a ovládána Obchodní společností PCTC Invest AB se sídlem ve Švédsku, která vlastní k 31.12. 2018 téměř 92 % akcií společnosti. Zbylá část akcií patří mezi ostatní, blíže nezveřejněné akcionáře. Hlavní podnikatelskou činností je výroba plstěných klobouků a polotovarů v Novém Jičíně, pletené klobouky se vyrábějí v závodě ve Strakoniciích. Základní kapitál je ve výši 193 mil. Kč. Předsedou představenstva je pan Ing. Jan Vrba, který byl jmenován v roce 2004. Dle výroční zprávy za rok 2018 měla společnost průměrný počet zaměstnanců celkem 536. Společnost se zaměřuje především na export do jiných zemí, prodej výrobků v tuzemsku je pouze 5 %, zbylých 95 % připadá na export. Významné země z hlediska exportu jsou Polsko, USA, Japonsko nebo Austrálie.



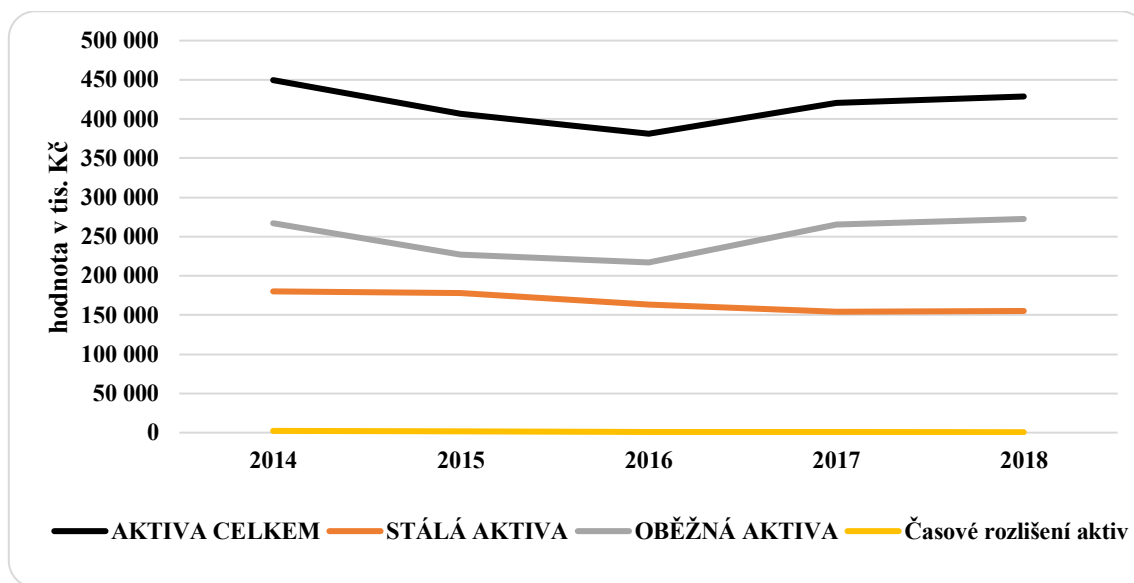
## 3.2 Horizontální a vertikální analýza

V rámci této kapitoly bude provedena nejdříve horizontální analýza rozvahy, jak na straně aktiv, tak na straně pasiv, a také horizontální analýza výkazu zisku a ztráty. Další částí bude vertikální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty. V závěru podkapitoly jsou ještě graficky zobrazeny vertikálně-horizontální analýzy rozvahy a VZZ. Při horizontální analýze je výpočet absolutní změny proveden za pomoci vztahu 2.1, relativní změna pak podle vztahu 2.2. Vertikální analýza byla provedena za použití vzorce 2.3.

### 3.2.1 Horizontální analýza rozvahy – položky aktiv

Charakteristickým rysem horizontální analýzy je skutečnost, že se zabývá změnami jednotlivých položek výkazů v čase. Za sledované období 2014–2018 se hodnota aktiv nejprve snižovala a později opět zvyšovala, ale ani v posledním sledovaném roce 2018 nedosáhla na úroveň roku 2014.

Graf 3.1 Vývoj hlavních položek aktiv

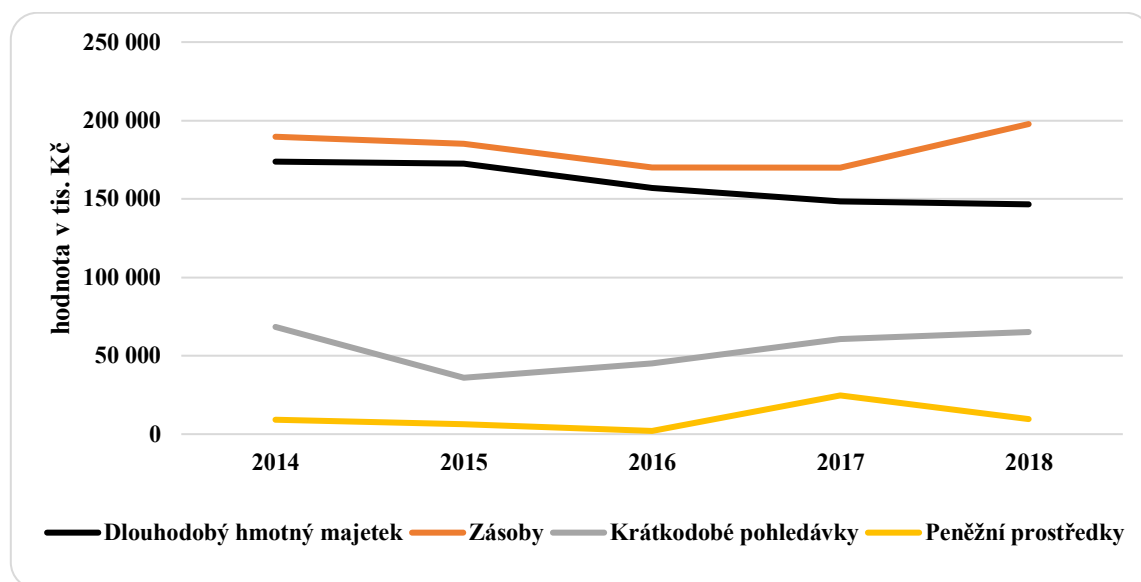


Zdroj: vlastní zpracování

Jak je patrné z Grafu 3.1, na vývoj celkových aktiv měly největší vliv oběžná aktiva, jejichž vývoj v čase kopíruje vývoj celkových aktiv. Mezi roky 2014 a 2015 došlo k poklesu hodnoty aktiv o 9,52 % (absolutně o 42 793 tis. Kč), kdy se na tomto poklesu nejvíce podílela položka pohledávky z obchodních vztahů, která poklesla o 49,00 % (konkrétně o 33 005 tis. Kč), přičemž pokles pohledávek nebyl doprovázen růstem peněžních prostředků. Mezi roky 2015 a 2016 došlo k opětovnému snížení celkových aktiv, tentokrát o 6,29 % (25 573 tis. Kč), kdy se na tomto poklesu podílely především položky stavby (o 8,50 %, 10 537 tis. Kč) a zásoby (pokles o 8,09 %, 14 970 tis. Kč).

V dalším sledovaném období 2016-2017 již došlo k zastavení klesajícího trendu a celková aktiva vykázala růst o 10,22 % (38 948 tis. Kč) což bylo způsobeno především růstem oběžných aktiv o 22,14 % (48 053 tis. Kč). V tomto případě došlo k nárůstu především krátkodobých pohledávek a peněžních prostředků na bankovních účtech. V posledním sledovaném období 2017-2018 došlo opět k nárůstu aktiv, ačkoli se jednalo jen o mírnou změnu oproti předešlým rokům. Aktiva rostla meziročně o 1,97 % (8 293 tis. Kč). V tomto sledovaném období však došlo k růstu zásob, konkrétně materiálu o 102,81 % (24 691 tis. Kč) a k poklesu peněžních prostředků na bankovních účtech o 62,68 % (14 896 tis. Kč). Výše popsaná horizontální analýza aktivních položek rozvahy je zachycena v Grafu 3.1, vybrané dílčí položky jsou potom zachyceny v Grafu 3.2, podrobněji jsou změny všech rozvahových položek zachyceny v příloze č. 4.

Graf 3.2 Vývoj dílčích položek aktiv

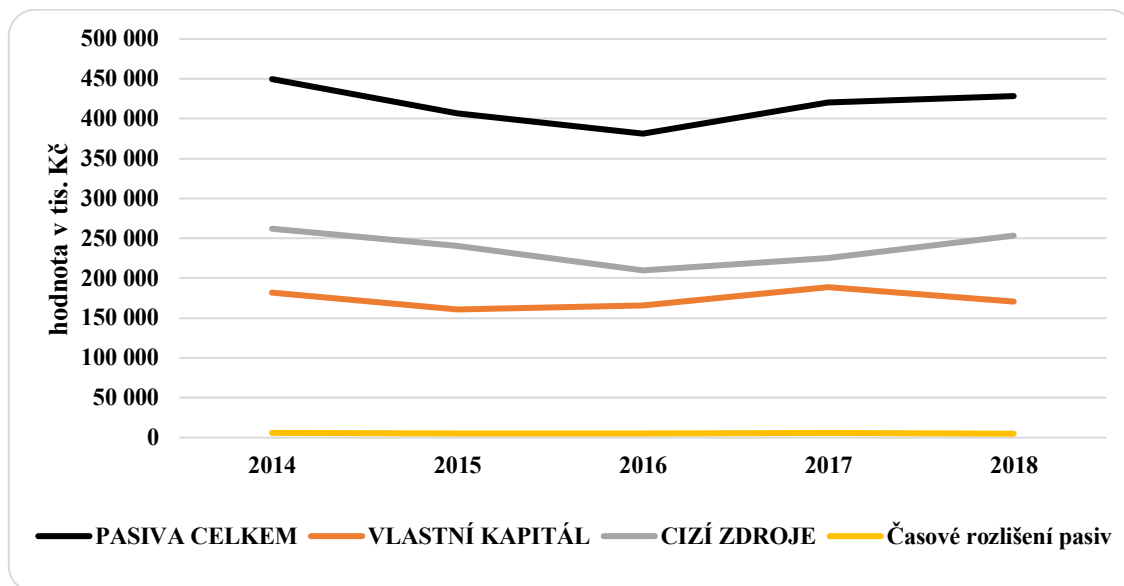


Zdroj: vlastní zpracování

### 3.2.2 Horizontální analýza rozvahy – položky pasiv

V této podkapitole bude provedena horizontální analýza rozvahy, konkrétně na straně pasiv. Sledované období je 2014-2018. Jak je patrné z předchozí horizontální analýzy aktiv, i v tomto případě nejprve celková hodnota pasiv klesala, a od roku 2016 opět hodnota pasiv rostla.

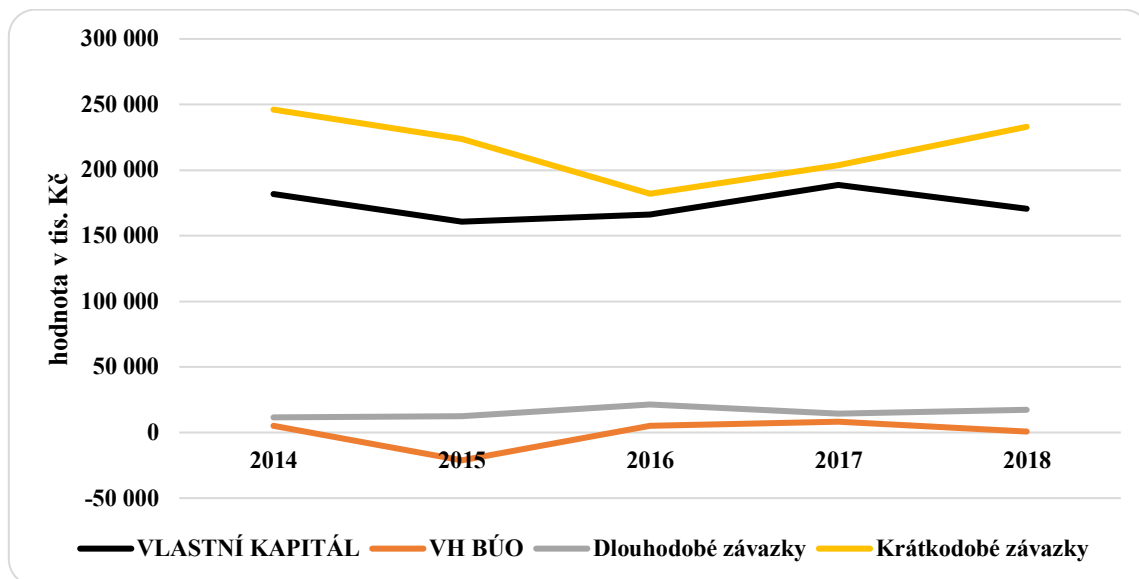
Graf 3.3 Vývoj hlavních položek pasiv



Zdroj: vlastní zpracování

Mezi roky 2014 a 2015 došlo k poklesu vlastního kapitálu o 11,65 % (21 183 tis. Kč). Hlavní příčinou tohoto poklesu je prudký pokles zisku o více jak 500 % (pokles o 26 367 tis. Kč), kdy se společnost TONAK dostala do ztráty za rok 2015 více jak 21 mil. Kč. Další příčinou je pokles krátkodobých závazků o 9,06 % (22 301 tis. Kč). Zde došlo ke snížení závazků z obchodních vztahů, ale současně došlo k nárůstu závazků vůči úvěrovým institucím, kdy si společnost vzala úvěr na financování technologické části projektu stěhování výroby a rekonstrukci areálu ve Strakonici. Mezi lety 2015 a 2016 došlo k dalšímu snížení bilanční sumy pasiv, a to o 6,29 % (25 573 tis. Kč), hlavním důvodem je pokles závazků vůči úvěrovým institucím o 18,51 % (30 753 tis. Kč). Za další sledované období 2016-2017 již došlo k růstu celkových pasiv o 10,22 % (38 948 tis. Kč), kdy se zvýšily především závazky z obchodních vztahů o 88,73 % (21 331 tis. Kč). V posledním sledovaném období rostla suma celkových pasiv meziročně o 1,97 % (8 293 tis. Kč). Významně rostly krátkodobé závazky k úvěrovým institucím, konkrétně o 12,77 % (17 898 tis. Kč). Dále došlo k poklesu o 19 064 tis. Kč položky oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků, kdy se jednalo o reálné hodnoty derivátů, které zajišťují očekávané peněžní toky. Níže uvedený Graf 3.4 nabízí pohled na vývoj vybraných dílčích položek pasiv.

Graf 3.4 Vývoj dílčích položek pasiv



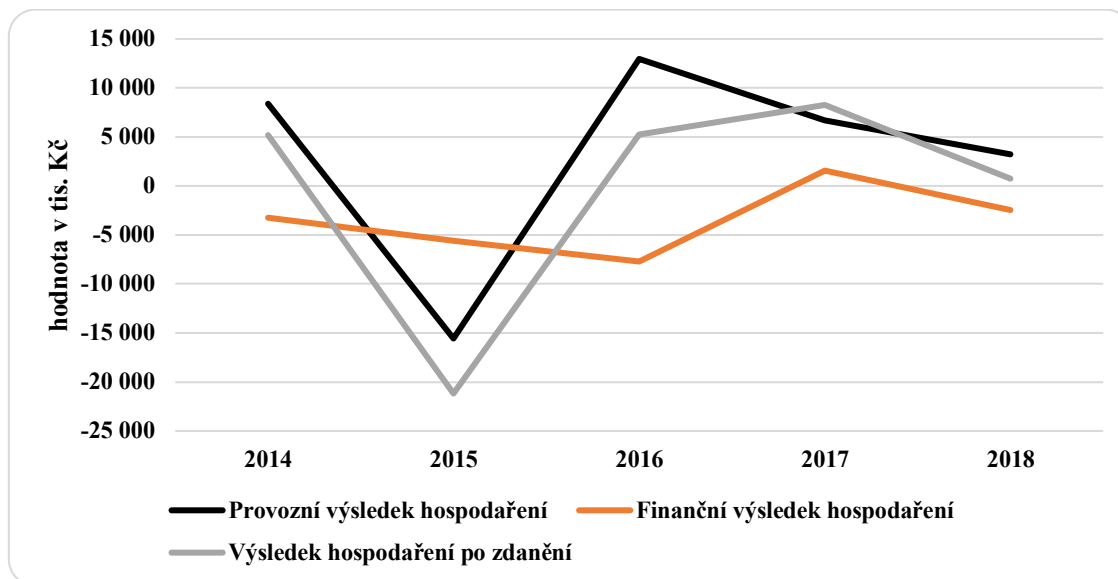
Zdroj: vlastní zpracování

### 3.2.3 Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

Níže uvedený Graf 3.5 zachycuje horizontální analýzu výsledků hospodaření z výkazu zisku a ztráty a vidíme z něj, že za sledované období se čistý zisk pohyboval v intervalu +15 mil. Kč až -22 mil. Kč. Podrobněji je horizontální analýza celého výkazu zisku a ztráty zachycena v příloze č. 6.

Za sledované období 2014-2015 došlo k poklesu čistého zisku o více jak 500 % (26 367 tis. Kč), kdy se na tomto poklesu nejvíce podílel pokles tržeb za prodané výrobky a služby (pokles o 9,82 %; 42 490 tis. Kč). Za poklesem tržeb stál hlavně špatný odbyt pletených výrobků z důvodu zavedení celosvětových sankcí vůči Rusku. V dalším období (2015-2016) se již společnost dostala do zisku, kdy čistý zisk vzrostl o 124,78 % (26 433 tis. Kč). Na růstu zisku se podílel jednak pokles nákladové položky spotřeba materiálu a energie (pokles o 3,03 %; 5 776 tis. Kč) z důvodu optimálních cen a regulovaného výkupu hlavních surovin jako je vlna a králíčí kožky, a jednak se zvýšily tržby z prodeje výrobků o 5,46 % (21 313 tis. Kč).

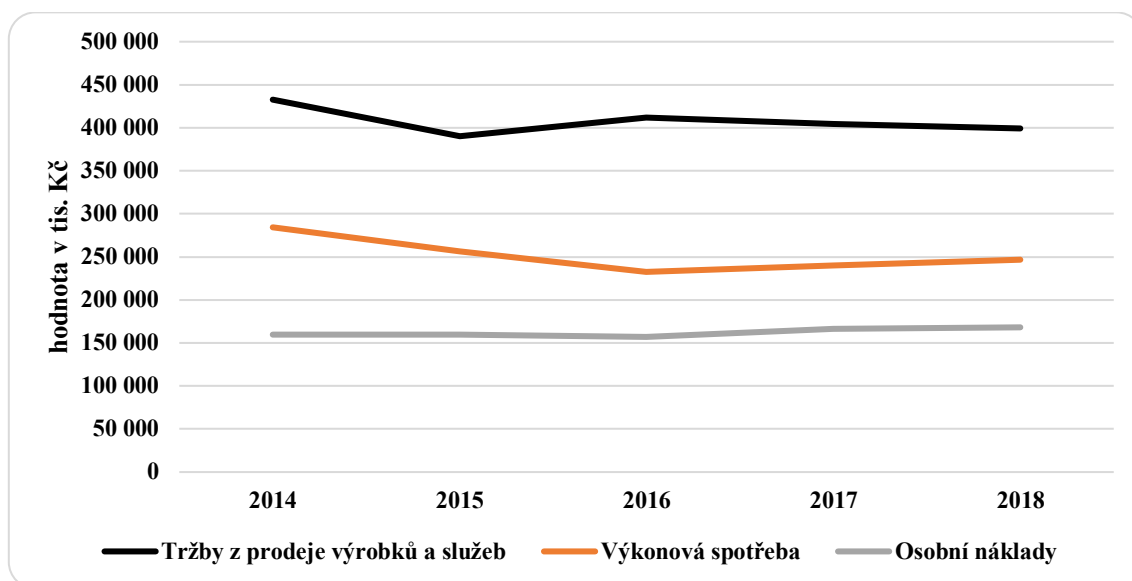
Graf 3.5 Vývoj výsledku hospodaření



Zdroj: vlastní zpracování

Mezi roky 2016 a 2017 došlo k dalšímu růstu čistého zisku, konkrétně o 57,37 % (3 012 tis. Kč). Jak je patrné z Grafu 3.5, došlo k poklesu provozního výsledku hospodaření, ale finanční výsledek hospodaření meziročně vzrostl o 120,28 %, což mělo vliv i na celkový výsledek hospodaření, který i přes pokles v provozní oblasti vykázal růst. K poklesu provozního VH došlo z důvodu meziročního zvýšení nákladů o 3,33 % (7 750 tis. Kč) a mírného poklesu tržeb z prodaných výrobků o 1,74 % (7 172 tis. Kč). Mezi sledovanými roky došlo k poklesu i mezi roky 2017 a 2018. Čistý zisk klesl o 91,10 % (7 527 tis. Kč). Na tomto výsledku se podílel pokles tržeb z prodaných výrobků o 1,26 % (5 092 tis. Kč), kdy opětovně poklesly prodeje plstěné výroby v oblasti exportu. Opět také došlo k růstu výkonové spotřeby, konkrétně o 2,76 % (6 634 tis. Kč). Níže uvedený Graf 3.6 zobrazuje vývoj vybraných položek z výkazu zisku a ztráty.

Graf 3.6 Vývoj vybraných položek VZZ

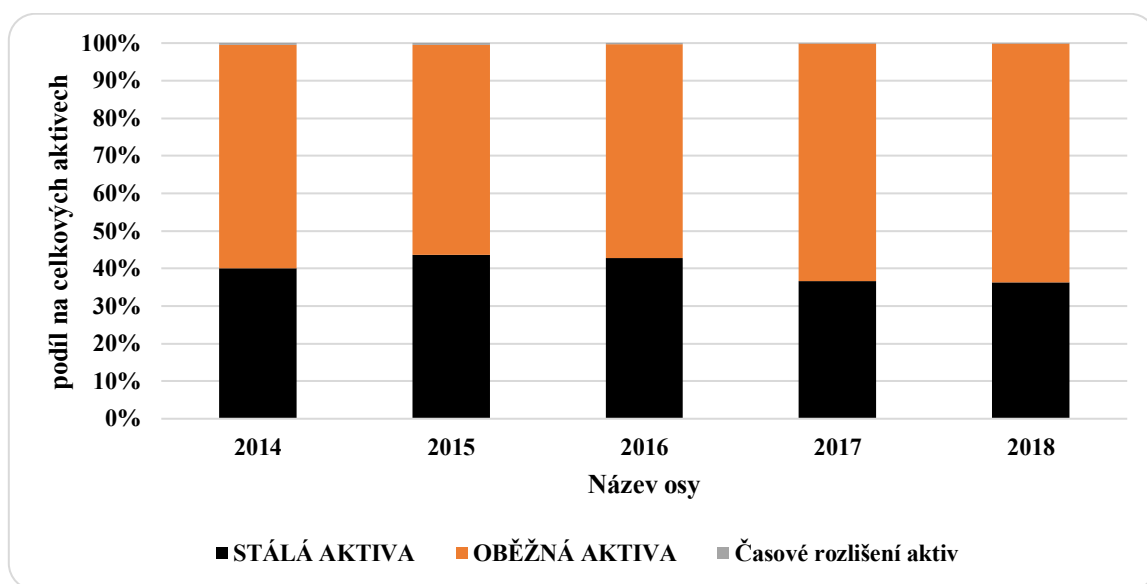


Zdroj: vlastní zpracování

### 3.2.4 Vertikální analýza rozvahy – položky aktiv

Nyní bude provedena vertikální analýza aktivních položek. Základnou pro výpočet vertikální analýzy aktiv jsou celková aktiva. Podrobnější informace jsou opět uvedeny v příloze, konkrétně v příloze č. 7. V Grafu 3.7 vidíme, že podíl stálých aktiv na celkových aktivech se v letech 2014 až 2016 pohybuje lehce nad hranicí 40 %, v letech 2017 a 2018 se pohybuje kolem hodnoty 36 %.

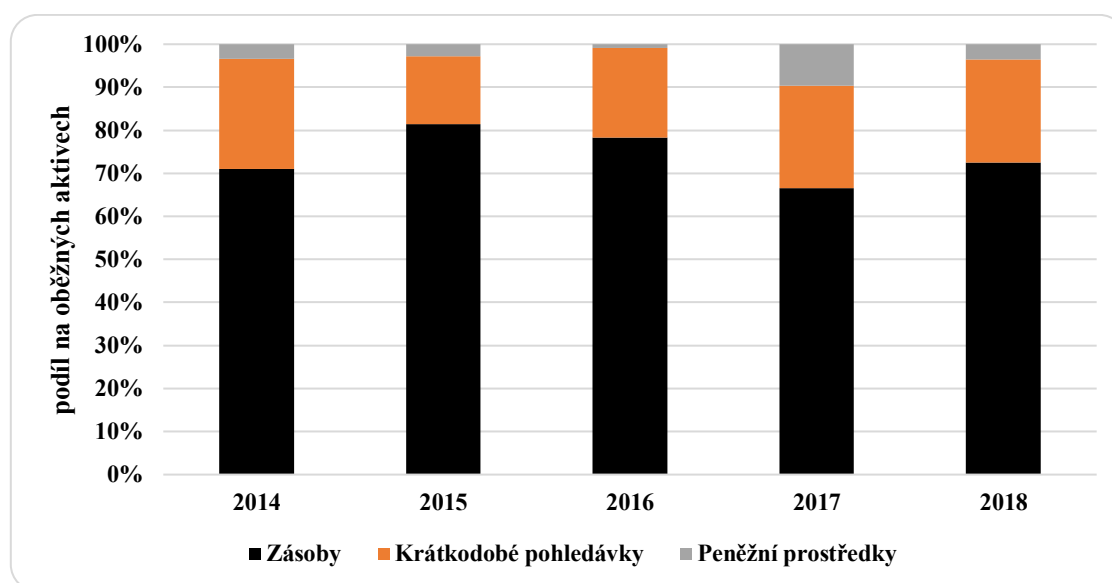
Graf 3.7 Struktura aktiv



Zdroj: vlastní zpracování

Z Grafu 3.7 tedy vyplývá, že většina majetku společnosti je tvořena oběžnými aktivy. V Grafu 3.8 je proto zachycena vertikální analýza oběžných aktiv. Lze vidět, že zásoby tvoří většinu celkových oběžných aktiv, kdy jejich podíl kolísá v různých letech kolem 70 % až 80 %, přičemž největší podíl v zásobách má položka nedokončená výroba a polotovary. Krátkodobé pohledávky, mimo rok 2015, jsou celkem stabilní s podílem cca 25 % na oběžných aktivech. Peněžní prostředky se podílejí na oběžných aktivech v jednotkách procent, výjimku tvoří rok 2017, kdy je tento podíl téměř 10 %.

Graf 3.8 Struktura oběžných aktiv

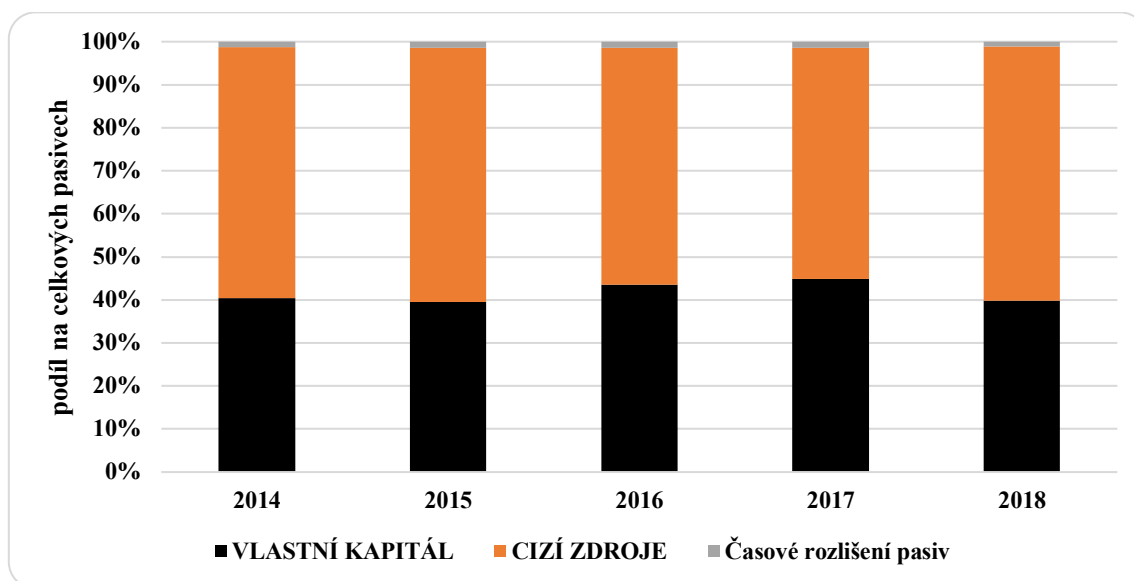


Zdroj: vlastní zpracování

### 3.2.5 Vertikální analýza rozvahy – položky pasiv

Pro výpočet vertikální analýzy pasiv byla zvolena za základnu položka celková pasiva. Podrobná vertikální analýza pasiv je uvedena v příloze č. 8. Jak můžeme vidět v Grafu 3.9, podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech společnosti se v letech 2014 a 2015 pohybuje na úrovni 40 %, poté další dva roky roste k hodnotě 45 % a poslední sledovaný rok 2018 klesá pod 40 %. Většina pasiv společnosti je tedy tvořena cizími zdroji, na jejichž strukturu se zaměřuje Graf 3.10.

Graf 3.9 Struktura celkových pasiv

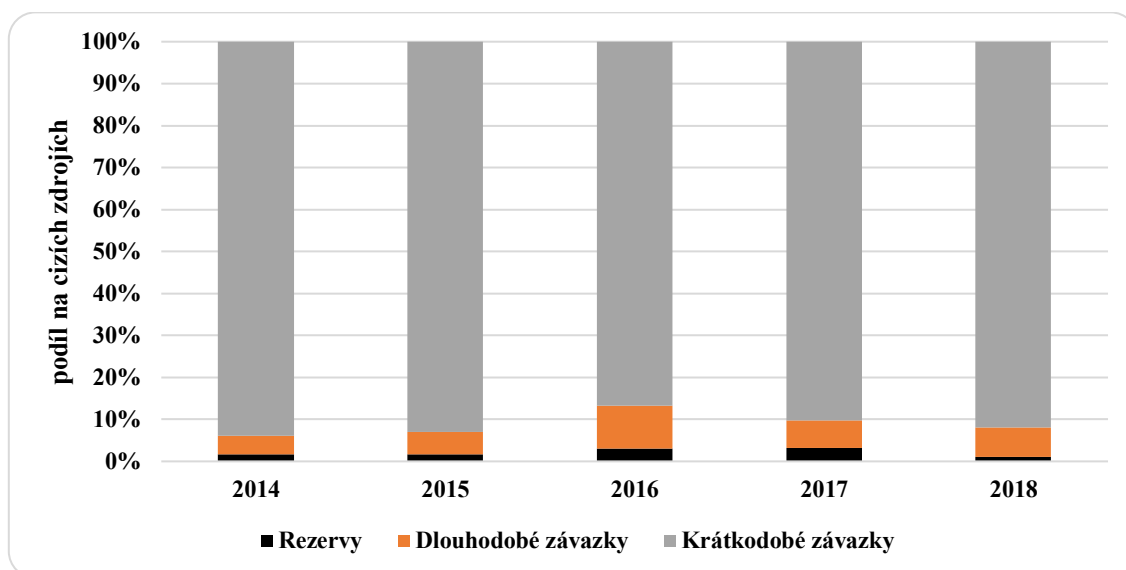


Zdroj: vlastní zpracování

V níže uvedeném Grafu 3.10 je zobrazena struktura cizích zdrojů. Drtivá většina cizích zdrojů je tvořena krátkodobými závazky, které v letech 2014, 2015, 2017 a 2018 přesahují více jak 90 % podíl na cizích zdrojích. Pokud půjdeme ještě o jeden stupeň analýzy níže, tak zjistíme, že na krátkodobých závazcích se z většiny podílí závazky k úvěrovým institucím. Rezervy překročily hranici 3 % na cizích zdrojích v pouze v letech 2016 a 2017, kdy společnost kromě obvyklých rezerv na kursové ztráty vytvořila nově rezervy na nevybranou dovolenou. V roce 2018 však opět nedošlo k tvorbě rezerv na nevybranou dovolenou a nebyla vytvořena ani rezerva na kursové ztráty, a proto opět podíl rezerv na cizích zdrojích poklesl na 1,1 %. Dlouhodobé závazky pak tvoří v letech 2014 a 2015 přibližně 5 % až 7 % z cizích zdrojů. Většího podílu (konkrétně 10,19 % na cizích zdrojích) pak dosahují dlouhodobé závazky v roce 2016 z důvodu zvýšení bankovních úvěrů. Pod dlouhodobými závazky jsou v drtivé většině zastoupeny závazky k úvěrovým institucím.



Graf 3.10 Struktura cizích zdrojů



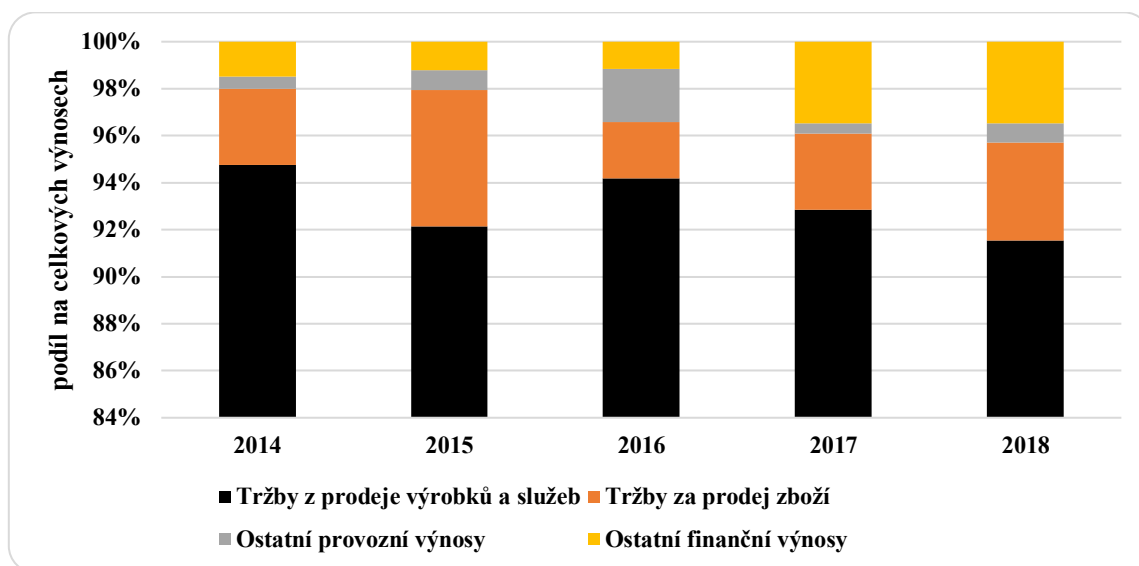
Zdroj: vlastní zpracování

### 3.2.6 Vertikální analýza výkazu zisku a ztráty

Při provedení vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty byla určena základna, kterou jsou celkové tržby. Podrobná vertikální analýza pro všechny položky z výkazu zisku a ztráty je součástí přílohy č. 9.

V Grafu 3.11 je zobrazena vertikální analýza výnosových položek. Na tomto místě je nutné upozornit, že kvůli větší přehlednosti vybraných položek v grafu, je upravena hodnota osy, na které jsou zobrazovány procenta. Osa začíná na hodnotě 84 % z výše zmíněného důvodu zajištění lepší přehlednosti. Z grafu je patrné, že hlavními zdroji výnosů společnosti jsou tržby z prodeje výrobků a služeb. Za celé sledované období 2014 až 2018 se tyto tržby pohybují v rozmezí 91,54 % (2018) až 94,76 % (2014) v porovnání s celkovými tržbami, což lze označit za velmi stabilní. Tržby za prodej zboží se podílejí na celkových tržbách společnosti v průměru 3,7 % za posledních 5 let. Zbylé výnosy jsou téměř zanedbatelné v porovnání s celkovými dosahovanými výnosy.

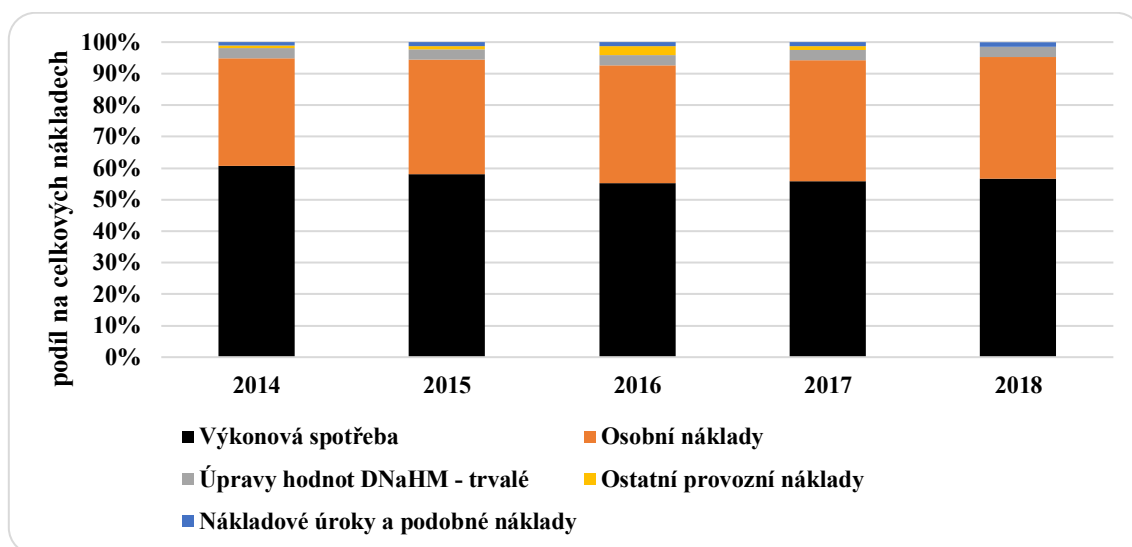
Graf 3.11 Struktura výnosů



Zdroj: vlastní zpracování

V dalším grafu, konkrétně v Grafu č. 3.12 je zobrazena struktura nákladů. Ve všech sledovaných letech tvoří největší podíl výkonová spotřeba. Její podíl se pohybuje v intervalu 53,24 % (2016) až 62,27 % v roce 2014. Druhou nejvýznamnější nákladovou položkou jsou osobní náklady, které se ve všech sledovaných letech pohybují kolem hranice 37 %. Odpisy se každoročně pohybují kolem podílu 3 %. Dále jsou ještě v grafu zachyceny položky jako ostatní provozní náklady a finanční náklady, které se pohybují kolem 1 %. Z grafu je také patrné, že za sledované období nedocházelo ve společnosti k výrazným výkyvům podílů nákladů a tyto podíly vykazovaly stabilní strukturu nákladových položek.

Graf 3.12 Struktura nákladů

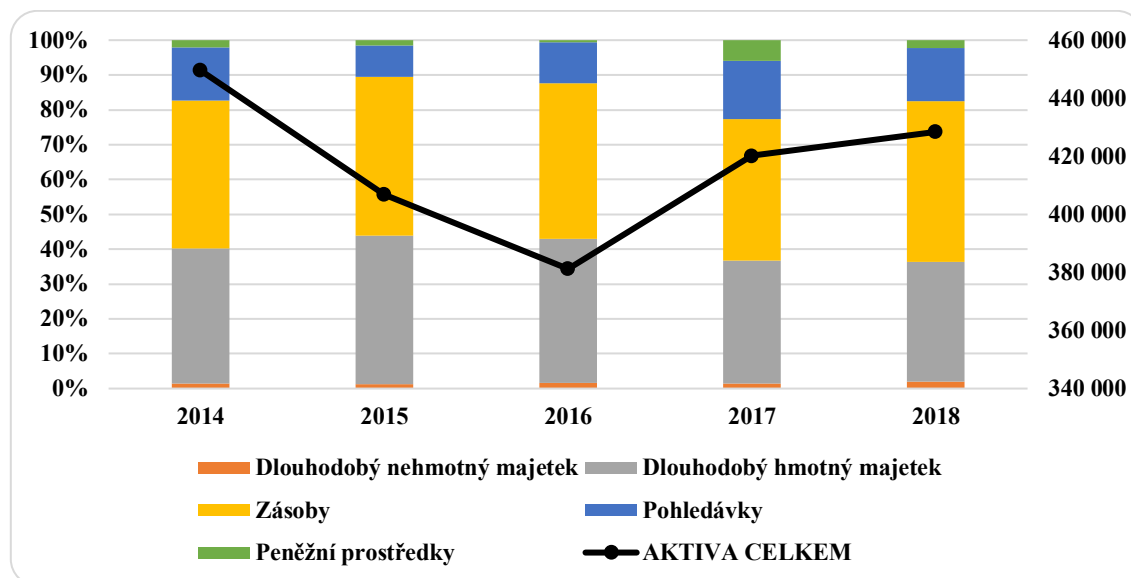


Zdroj: vlastní zpracování

### 3.2.7 Vertikálně-horizontální analýza

Nyní jsou ještě graficky zobrazeny vertikálně-horizontální analýzy rozvahy a VZZ. Podrobné analýzy a komentáře vývoje jednotlivých položek účetních výkazů se nacházejí v předchozích podkapitolách.

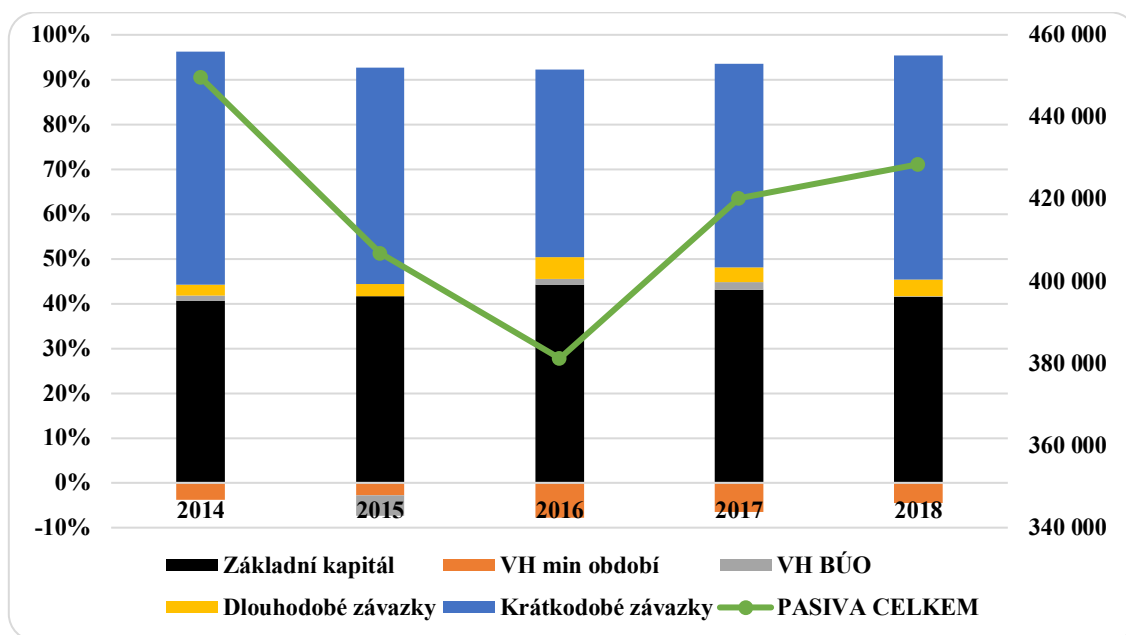
Graf. 3.13 Vertikálně-horizontální analýza položek aktiv



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.13 zobrazuje vertikálně-horizontální analýzu položek aktiv. Vidíme, že do roku 2016 klesala celková hodnota aktiv, poté došlo opět k nárůstu bilanční sumy. Od roku 2015 můžeme pozorovat zvětšující se poměr pohledávek na celkových aktivech, kdy maxima bylo dosaženo v roce 2017 s podílem 16,78 %. Od roku 2015 naopak docházelo k poklesu podílu dlouhodobého hmotného majetku, kdy z maxima 42,39 % v roce 2015 klesl podíl až na 34,20 % v roce 2018.

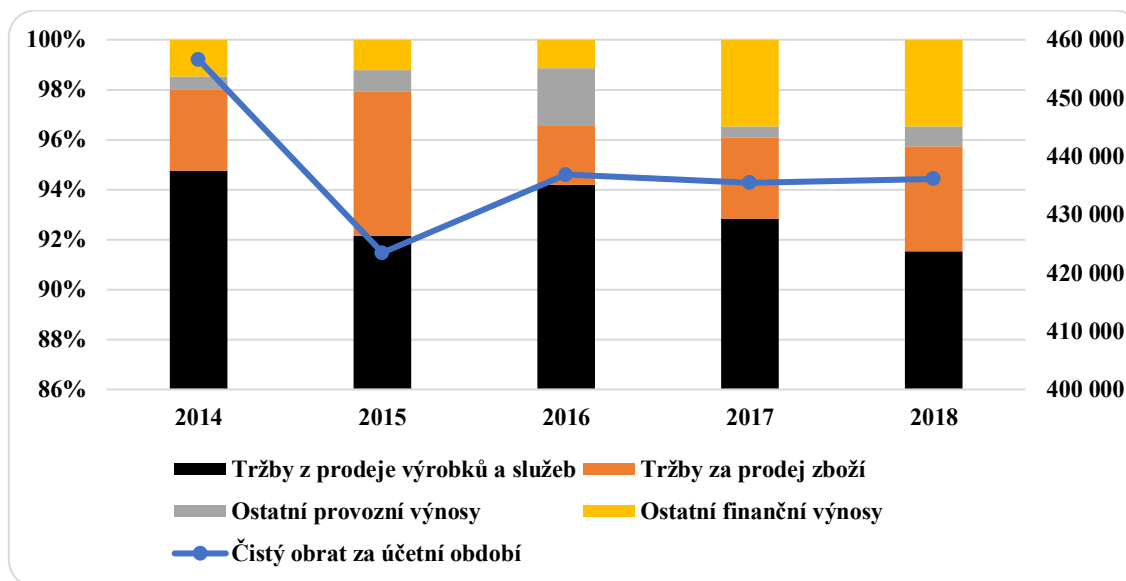
Graf 3.14 Vertikálně-horizontální analýza položek pasiv



Zdroj: vlastní zpracování

V Grafu 3.14 je zachycena vertikálně horizontální analýza položek pasiv. Pasiva do roku 2016 klesala, přičemž se nejvýrazněji v tomto roce snížil podíl krátkodobých závazků, které byly v roce 2016 na úrovni 47,74 %, tedy na nejnižší hodnotě za celé sledované období. V dalších letech se tento podíl opět zvětšoval, a to i v absolutních číslech. Ve stejném roce se zvýšil podíl základního kapitálu, kdy dosáhl nejvyššího podílu na úrovni 50,61 %, poté opět klesal. Podíl VH minulých období byl za celé období záporný, průměrně kolem -5 %. Podrobněji jsou tyto změny popsány v předchozích podkapitolách.

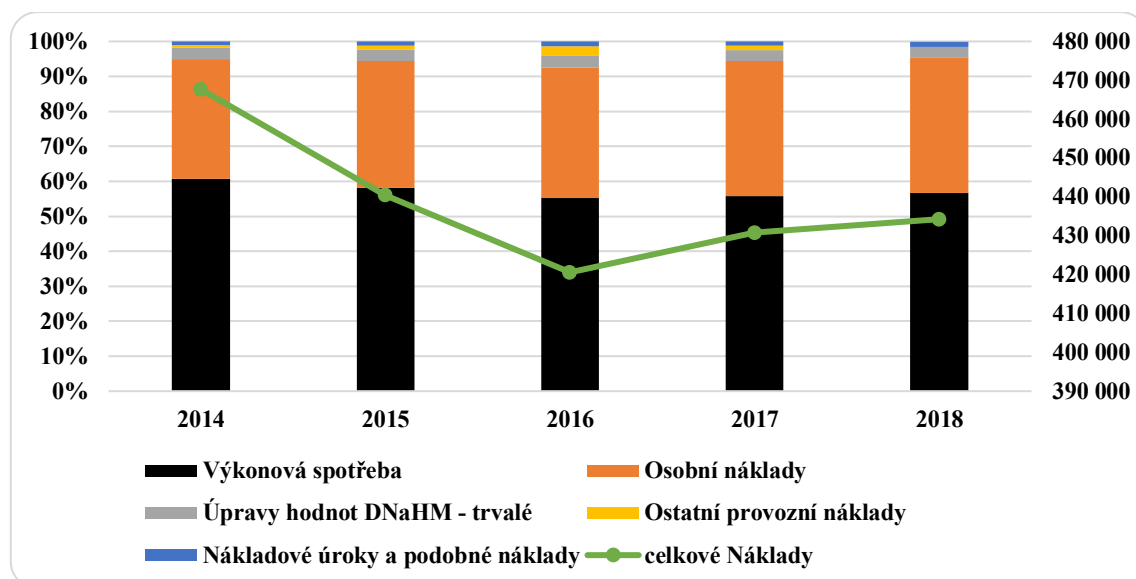
Graf 3.15 Vertikálně-horizontální analýza výnosů



Zdroj: vlastní zpracování

Z Grafu 3.15 vidíme, že nejvyšší tržby byly dosaženy v roce 2014. Poté následoval meziroční propad o 7,26 %. Struktura výnosů se změnila pouze nepatrně, kdy došlo k poklesu podílu tržeb za vlastní výrobky o 2,62 p. b., zároveň se zvýšil podíl tržeb za zboží o 2,57 p. b. Od roku 2016 jsou celkové tržby téměř ve stejné výši, přičemž je z grafu patrné, že klesá podíl tržeb za vlastní výrobky, avšak tento pokles je v řádu nižších jednotek procentních bodů. Je nutné také upozornit, že graf opět začíná na levé ose na hodnotě 86 %, z důvodu větší přehlednosti. Další podrobnosti o struktuře a vývoji již byly popsány v předchozích podkapitolách.

Graf 3.16 Vertikálně-horizontální analýza výnosů



Zdroj: vlastní zpracování

Graf 3.16 zachycuje vývoj v čase a strukturu výnosů. Do roku 2016 celkové náklady v absolutním vyjádření klesaly, přičemž se snižoval podíl položky výkonová spotřeba, jejíž podíl klesl mezi roky 2014 až 2016 o 9,03 p. b. Od roku 2016 se také mírným tempem zvyšuje podíl osobních nákladů, kdy v roce 2018 je dosaženo maximálního podílu na úrovni 38,55 %. Ostatní nákladové položky vykazují přibližně konstantní poměr na celkových nákladech.

### 3.3 Analýza poměrových ukazatelů

V této podkapitole je provedena analýza poměrových ukazatelů, konkrétně z oblasti finanční stability a zadluženosti, rentability, likvidity a aktivity. Ukazatele jsou vypočítány pro roky 2014 až 2018 a data pro jejich výpočet byla čerpána z účetních výkazů společnosti TONAK, které jsou součástí přílohy. Doporučený trend růstu nebo poklesu u jednotlivých ukazatelů vychází z publikace Dluhošová (2010).

### 3.3.1 Analýza ukazatelů finanční stability a zadluženosti

V níže uvedené Tab. 3.1 je zachycen vývoj jednotlivých ukazatelů stability a zadluženosti za sledované roky 2014 až 2018. Dále v textu je tento vývoj okomentován a také zobrazen graficky.

Tab. 3.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti za roky 2014 až 2018

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
Podíl VK na aktivech (%)	2.4	40,46	39,51	43,54	44,91	39,77
Stupeň krytí stálých aktiv (%)	2.5	109,77	99,80	118,81	136,60	122,71
Podíl stálých aktiv (%)	2.6	40,07	43,71	42,76	36,70	36,27
Podíl oběžných aktiv (%)	2.7	59,44	55,89	56,94	63,10	63,60
Podíl zásob (%)	2.8	42,19	45,49	44,62	40,44	46,15
Celková zadluženost (%)	2.9	58,27	59,14	55,01	53,68	59,08
Dlouhodobá zadluženost (%)	2.10	3,52	4,12	7,27	5,21	4,74
Běžná zadluženost (%)	2.11	54,75	55,02	47,74	48,47	54,34
Úrokové krytí	2.12	2,12	-2,82	1,92	2,49	1,12

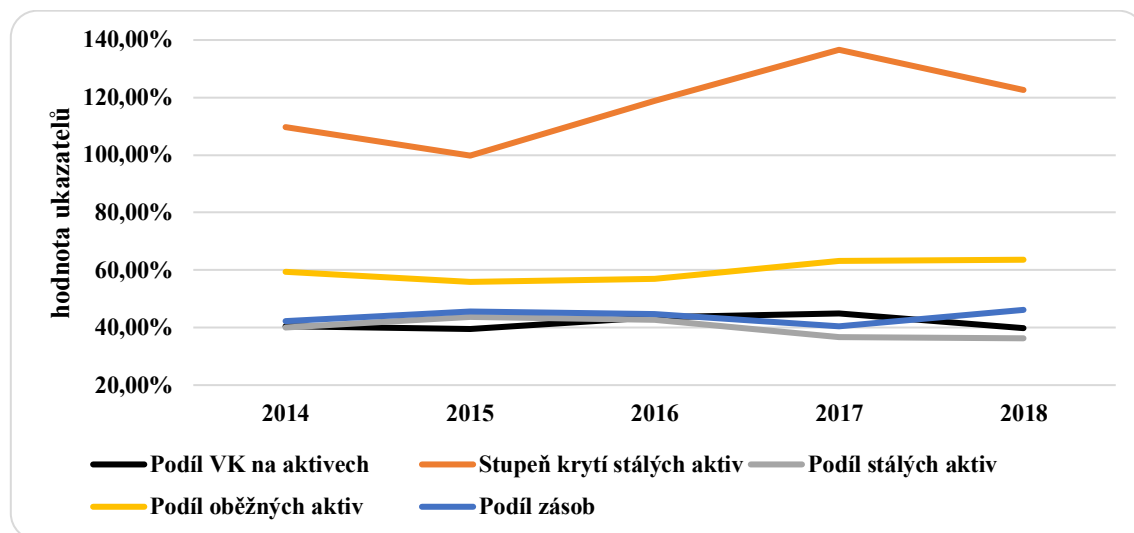
Zdroj: vlastní zpracování

**Podíl vlastního kapitálu na aktivech** se řadí mezi nejdůležitější ukazatele, zobrazuje dlouhodobou finanční stabilitu. Dle literatury je doporučován rostoucí trend tohoto ukazatele, což značí zlepšující se finanční stabilitu. Jak můžeme vidět v Tab. 3.1, rostoucí trend je zde patrný jen v letech 2016 a 2017, kdy došlo k meziročnímu růstu tohoto ukazatele. Nejnižší hodnota byla zaznamenána v roce 2015, a to na úrovni 39,51 %. Poté ukazatel rostl až na svoji nejvyšší úroveň 44,91 % v roce 2017. V posledním sledovaném období došlo k poklesu ukazatele na hodnotu 39,77 % především z důvodu, že vlastní kapitál poklesl o 18 329 tis. Kč a u celkových aktiv došlo k růstu o 8 293 tis. Kč. Uvedené hodnoty ukazatele se za sledované období pohybují kolem 41 %, což znamená, že podnik je schopen krýt celková aktiva ze 41 % vlastním kapitálem.

**Stupeň krytí stálých aktiv** vyjadřuje, z kolika procent dlouhodobého kapitálu jsou kryta stálá aktiva, přičemž platí, že hodnota by neměla být menší než 100 %. Trend je opět doporučován rostoucí. Nejnižší hodnoty, která jen těsně nedosahuje doporučené hodnoty 100 %, bylo dosaženo v roce 2015 a to na úrovni 99,80 %. V ostatních letech již hodnota ukazatele překračuje doporučenou hodnotu, tzn. že stálá aktiva jsou kryta dlouhodobými zdroji. Rostoucí trend je patrný v letech 2015 a 2016, kdy hodnota ukazatele meziročně vzrostla. Ve sledovaném období vykazuje tento ukazatel poměrně velkou rozkolísanost, přičemž příčina je spíše na straně dlouhodobého kapitálu (položka vlastní kapitál), než na straně stálých aktiv.

**Podíl stálých aktiv, podíl oběžných aktiv a podíl zásob** jsou doplňující ukazatele, pomocí kterých je možno nahlížet na strukturu majetku. Z Tab. 3.1 je možné vidět, že jejich podíly se pohybují na poměrně stabilních hodnotách v průběhu sledovaných let. Graficky jsou zobrazeny a komentovány v předchozí kapitole 3.2.4, která se věnovala vertikální analýze aktiv. V Grafu 3.17 je zachycen vývoj ukazatelů stability v jednotlivých letech.

Graf 3.17 Vývoj ukazatelů stability v letech 2014-2018



Zdroj: vlastní zpracování

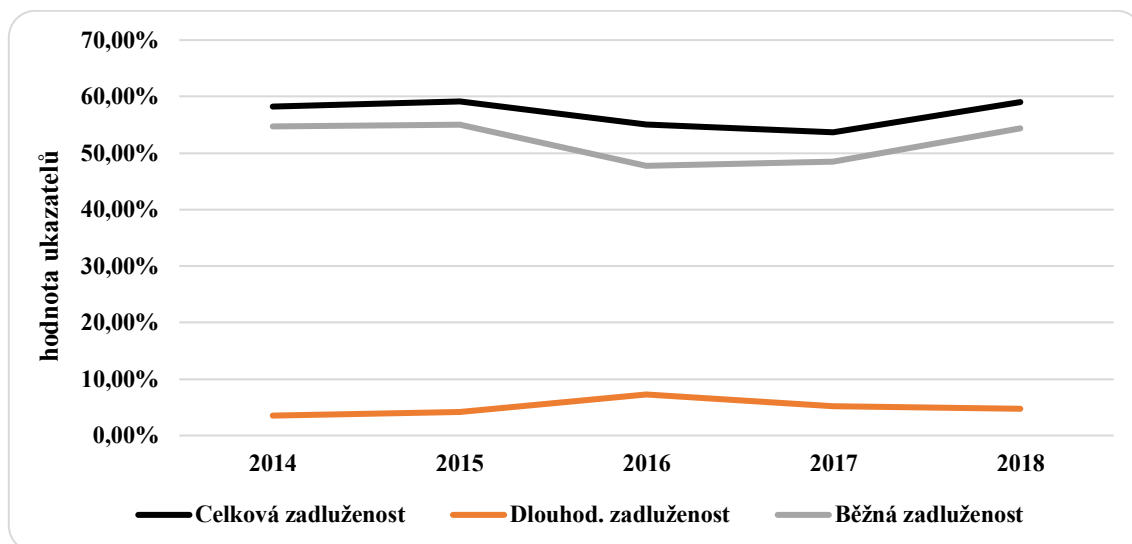
**Celková zadluženost** je vyjádřena podílem cizího kapitálu a celkových aktiv. Trend by měl být klesající. Mezi roky 2014 a 2015 došlo k malému nárůstu celkové zadluženosti, a to o 0,87 p. b. Poté následovaly 2 roky po sobě klesajícího trendu, kdy v období 2015-2016 došlo k poklesu o 4,13 p. b., kdy došlo k výraznému snížení závazků k úvěrovým institucím (pokles o 30 753 tis. Kč). Mezi roky 2016 a 2017 došlo opět ke snížení celkové zadluženosti, tentokrát o 1,33 p. b., kdy sice rostly závazky z obchodních vztahů, ale došlo k výraznému růstu aktiv, což mělo za následek snížení celkové zadluženosti i za situace rostoucích cizích zdrojů. K nejvýraznějšímu nárůstu zadluženosti došlo v posledním sledovaném období za roky 2017-2018. Celková zadluženost se zvýšila o 5,4 p. b., kdy došlo k růstu úvěrů o 17 898 tis. Kč především na financování zásob a technologického vybavení.

**Dlouhodobá zadluženost** by měla stejně jako celková zadluženost vykazovat klesající trend. Z Tab. 3.1 je zřejmé, že dlouhodobá zadluženost se zvyšovala do roku 2016, kdy dosáhla více jak dvojnásobné hodnoty oproti roku 2014, a poté opět klesala, kdy se v roce 2018 dostala na hodnotu 4,74 %. Hodnota dlouhodobé zadluženosti za

sledované období nepřesáhla hranici 8 %, můžeme tedy konstatovat, že společnost TONAK využívá k financování majetku dlouhodobý cizí kapitál ve velmi omezené míře.

**Běžná zadluženost**, někdy označovaná jako krátkodobá zadluženost, má podobnou konstrukci výpočtu jako dlouhodobá, jen do čitatele se dá krátkodobý cizí kapitál. Oproti dlouhodobé zadluženosti v našem případě vykazuje běžná zadluženost daleko vyšších hodnot. Nejprve mezi roky 2014 a 2015 se krátkodobá zadluženost zvýšila o 0,27 p. b., poté mezi roky 2015 a 2016 klesla o výrazných 7,28 p. b., kdy se na tomto poklesu výrazně podepsalo snížení závazků k úvěrovým institucím o 30 753 tis. Kč. Od roku 2016 není splněn doporučený klesající trend pro tento ukazatel. V roce 2018 se výše ukazatele dostala na hodnotu 54,34 %, a jak je vidět z Grafu 3.18, vývoj běžné zadluženosti kopíruje vývoj celkové zadluženosti.

Graf 3.18 Vývoj ukazatelů zadluženosti



Zdroj: vlastní zpracování

**Ukazatel úrokového krytí** nám říká, kolikrát může podnik z vytvořeného provozního zisku zaplatit nákladové úroky. Z logiky tedy vyplývá, že hodnota ukazatele 1 znamená, že podnik vytvořil zisk pouze na úhradu úroků. Trend by měl být rostoucí. V roce 2014 byla hodnota ukazatele úrokového krytí na úrovni 2,12. V roce 2015 byla záporná hodnota ukazatele z důvodu záporného výsledku hospodaření. Poté následují dva roky, kdy hodnota ukazatele roste, v roce 2017 se nachází na nejvyšší úrovni za celé sledované období, a to 2,49. V posledním roce došlo opět k poklesu na hodnotu 1,12 z důvodu poklesu provozního zisku. Za celé sledované období jsou nákladové úroky v intervalu 4 646 tis. Kč až 6 160 tis. Kč. Ovšem za uvedené období byl provozní zisk



rozkolísaný, tudíž volatilita ukazatele je způsobena především nestabilním hospodářským výsledkem a nikoli nákladovými úroky.

### 3.3.2 Analýza ukazatelů rentability

V této podkapitole bude provedena analýza vývoje ukazatelů rentability za sledované období 2014-2018. V Tab. 3.2 je možno vidět výsledky, kterých bylo dosaženo pomocí vztahů popsanych ve druhé kapitole této práce. Ukazatele rentability nám říkají, jak efektivně jsou využívány vložené finanční prostředky.

Tab. 3.2 Ukazatele rentability za roky 2014 až 2018 v (%)

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilita aktiv (ROA)	2.13	2,19	-3,84	2,87	3,29	1,61
Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)	2.15	2,85	-13,18	3,16	4,38	0,43
Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)	2.14	4,97	-8,81	5,65	6,56	3,62
Rentabilita tržeb (ROS)	2.16	1,16	-5,11	1,24	1,97	0,18
Rentabilita nákladů (ROC)	2.17	1,10	-4,72	1,21	1,86	0,17

Zdroj: vlastní zpracování

**Rentabilita aktiv (ROA)** patří mezi hlavní ukazatele rentability, jelikož poměřuje dosažený zisk s veškerými aktivy využívanými v podnikání. Za sledované období tento ukazatel nevykazuje rostoucí trend, jak je doporučováno. V roce 2014 je ROA 2,19 %, přičemž v dalším roce je rentabilita záporná z důvodu záporného výsledku hospodaření. Další rok vzrostla hodnota ukazatele na úroveň 2,87 %, a také v roce 2017 pokračoval rostoucí trend, kdy došlo k meziročnímu zvýšení rentability aktiv o 0,42 p. b. na hodnotu 3,29 %, která je také nejvyšší dosaženou hodnotou za sledované pětileté období. V roce 2017 vykázala společnost TONAK také nejvyšší zisk za dané období, což se projevilo právě ve vyšší hodnotě ROA oproti jiným sledovaným rokům. V posledním roce 2018 došlo ke snížení rentability aktiv, a to o 1,68 p. b. na hodnotu 1,61 %. Na tomto poklesu se podílel především pokles výsledku hospodaření, zapříčiněný poklesem tržeb o 5 092 tis. Kč a nárůstem výkonové spotřeby o 6 634 tis. Kč.

**Rentabilita vlastního kapitálu (ROE)**, jak je možno vidět v Tab. 3.2, má jako předchozí ukazatel ROA kolísavý vývoj. V roce 2015 je ROE záporná, opět z důvodu záporného výsledku hospodaření. V roce 2016 vzrostla hodnota ukazatele na 3,16 %. V roce 2017 je dosaženo nejvyšší rentability vlastního kapitálu, a to 4,38 %. V tomto roce došlo ke zvýšení čistého zisku o 57,37 %, což se pozitivně odrazilo v růstu ukazatele

ROE. Mezi roky 2017 a 2018 došlo k výraznému snížení rentability o 3,95 p. b. na hodnotu 0,43 %. V roce 2018 dosáhla společnost nejnižšího kladného výsledku hospodaření za sledované období (především z důvodu poklesu provozního výsledku hospodaření o 52,00 %), kdy vykázala čistý zisk ve výši 735 tis. Kč, což představuje pokles o 91,10 % oproti roku 2017. Kromě roku 2018 je splněna podmínka, že by rentabilita vlastního kapitálu měla být větší než rentabilita aktiv.

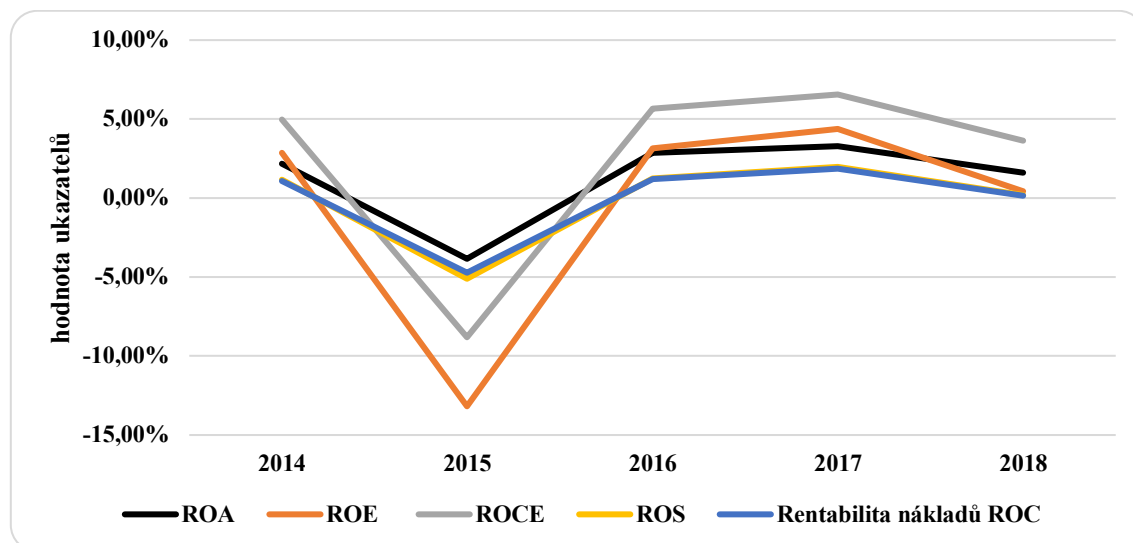
**Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE)** nám pomáhá posoudit efektivnost dlouhodobého investování bez ohledu na původ vložených prostředků. Trend by měl být rostoucí, což u námi zkoumané společnosti neplatí. V roce 2015 je ukazatel záporný, důvodem je záporný výsledek hospodaření. Růstový trend ukazatele ROCE je dosahován pouze v letech 2016 a 2017. V roce 2017 je ukazatel na nejvyšší hodnotě během sledovaného období, a to 6,56 %, i zde působí jako hlavní faktor růst zisku. V posledním roce 2018 došlo k poklesu o 2,94 p. b. a stejný důvod tohoto poklesu je jako u rentability aktiv – propad výsledku hospodaření.

U **rentability tržeb (ROS)** je žádoucí, aby měla růstový trend. V čitateli je čistý zisk a ve jmenovateli jsou zahrnuty tržby z prodeje výrobků, služeb a zboží. Vývoj ukazatele ROS v podstatě kopíruje vývoj ostatních ukazatelů rentability, jak je možné vidět v Tab. 3.2. Nejnižší hodnoty bylo dosaženo (mimo zápornou hodnotu v roce 2015) v roce 2018 a to 0,18 %, což znamená, že na 1 korunu tržeb připadá pouze 0,18 haléřů zisku. V tomto roce byly také dosaženy druhé nejnižší tržby. Naopak nejvyšší rentability tržeb bylo dosaženo v roce 2017, kdy hodnota oproti předchozímu roku vzrostla o 0,73 p. b. na hodnotu 1,97 %. Důvodem byl výrazný růst čistého zisku o 57,37 % při mírném poklesu tržeb o 0,83 %.

**Rentabilita tržeb (ROC)** porovnává čistý zisk s celkovými náklady, opět je žádoucí rostoucí trend. V roce 2014 je ROC 1,10 %, v roce 2015 je rentabilita nákladů záporná. Poté se klesající trend obrací na rostoucí a v roce 2016 je hodnota ukazatele 1,21 %. V dalším meziročním období ještě došlo k nárůstu o 0,65 p. b. na hodnotu 1,86 %. V posledním roce 2018 došlo k výraznému poklesu na hodnotu 0,17 %. Celkové náklady mezi roky 2017 a 2018 byly na téměř stejné úrovni, takže tento pokles rentability nákladů byl způsoben především poklesem čistého zisku. Výše celkových nákladů zůstávala po celé sledované období na přibližně stejné úrovni bez výraznějších výkyvů, lze tedy konstatovat, že hlavním faktorem volatility ukazatele ROC je vývoj čistého zisku.

V Grafu 3.19 můžeme vidět vývoj všech ukazatelů rentability v čase tak, jak byly popsány výše.

Graf 3.19 Vývoj ukazatelů rentability



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.3.3 Analýza ukazatelů likvidity

Další skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatele likvidity. Jednotlivé hodnoty těchto ukazatelů vypočítané pro společnost TONAK jsou uvedeny v Tab. 3.3 a doporučené hodnoty pro tyto ukazatele jsou převzaty z publikace Dluhošová (2010).

Tab. 3.3 Ukazatele likvidity za roky 2014 až 2018

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
<b>Celková likvidita</b>	2.18	1,086	1,016	1,193	1,302	1,170
<b>Pohotovlá likvidita</b>	2.19	0,315	0,189	0,258	0,467	0,321
<b>Okamžitá likvidita</b>	2.20	0,037	0,028	0,011	0,121	0,041
<b>ČPK (v tis. Kč)</b>	2.21	21 096	3 515	35 071	61 473	39 654

Zdroj: vlastní zpracování

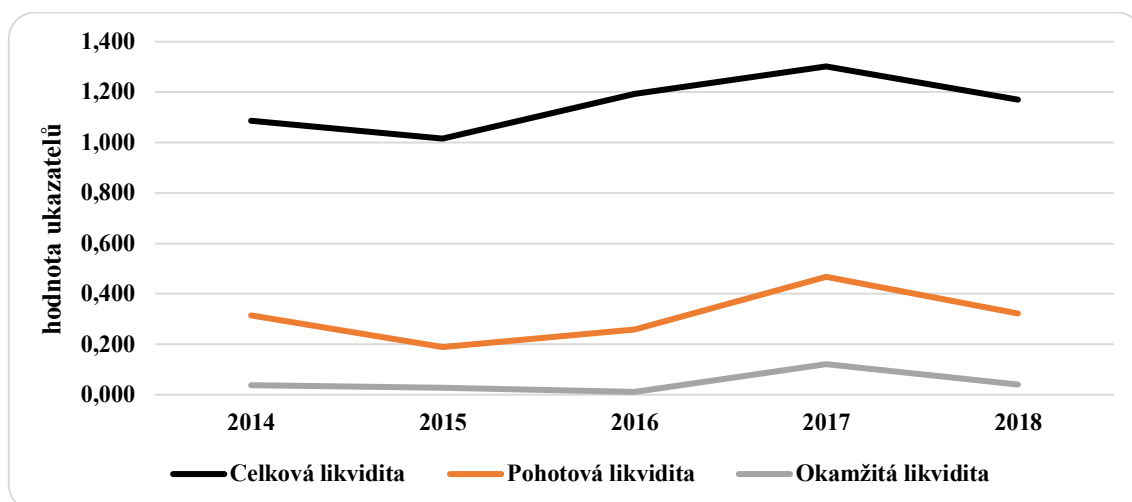
**Ukazatel celkové likvidity** by měl mít stabilní trend a jeho hodnoty by se měly obecně pohybovat v intervalu 1,5 až 2,5. Z Tab. 3.3 je zřejmé, že trend je poměrně stabilní, ale ani v jednom sledovaném roce hodnoty ukazatele celkové likvidity nesplňují doporučené hodnoty. Naopak se pohybují výrazně pod doporučenými hodnotami. V roce 2014 je hodnota 1,086, v roce 2015 je zaznamenána nejnižší hodnota, a to 1,016. Poté došlo k mírnému zvýšení až na hodnotu 1,302 v roce 2017, což je nejvyšší zaznamenaná hodnota za dané pětileté období. V roce 2018 došlo k opětovnému poklesu na hodnotu 1,170, přičemž na tomto poklesu má vliv růst krátkodobých závazků o 14,34 % (29 200

tis. Kč) i přesto, že rostly i oběžná aktiva, ale jejich růst (7 381 tis. Kč) nebyl tak výrazný jako růst závazků, který ve výsledku zapříčinil pokles hodnoty ukazatele.

**Ukazatel pohotové likvidity** by se měl pohybovat v rozmezí 1,0 až 1,5 a hodnota ukazatele by měla v čase růst, což by značilo zlepšování finanční situace. Stejně jako u předchozího ukazatele ani nyní nejsou splněny doporučené hodnoty. Nejnižší hodnota je v roce 2015, a to 0,189. Poté se trend obrací a 2 roky po sobě ukazatel vykazuje růstový trend. Mezi roky 2016 a 2017 došlo sice ke zvýšení krátkodobých závazků o 21 651 tis. Kč, což by samo o sobě vedlo k poklesu ukazatele pohotové likvidity, ale ve stejném roce došlo k výraznému nárůstu oběžných aktiv (růst o 48 053 tis. Kč), konkrétně k růstu peněžních prostředků o 22 643 tis. Kč, což zvýšilo hodnotu ukazatele. V posledním roce opět došlo ke snížení ukazatele, a to na hodnotu 0,321. Hlavní příčinou byl růst závazků.

**Ukazatel okamžité likvidity**, jak uvádí Knápková (2017), by se měl pohybovat v intervalu 0,2 až 0,5. V čitateli se nacházejí peněžní prostředky v pokladně a na bankovních účtech. V Tab. 3.3 můžeme vidět, že ani v případě tohoto ukazatele nejsou splněny doporučené hodnoty. Mezi roky 2014 až 2016 hodnota ukazatele klesá. Za tímto poklesem stojí pokles peněžních prostředků, který je výraznější než pokles krátkodobých závazků, což se projevilo právě poklesem ukazatele okamžité likvidity. Nejnižší hodnoty je dosaženo v roce 2016, kdy hodnota ukazatele okamžité likvidity je pouze 0,011. V roce 2017 je naopak dosaženo hodnoty nejvyšší, a to 0,121. Za tímto nárůstem stojí především navýšení peněžních prostředků z hodnoty 2 028 tis. Kč (2016) na hodnotu 24 671 tis. Kč. V posledním roce 2018 hodnota ukazatele opět meziročně klesla na hodnotu 0,041. Za poklesem stál pokles peněžních prostředků a nárůst krátkodobých závazků. V Grafu 3.20 je zobrazen vývoj ve sledovaném období ukazatelů likvidity.

Graf 3.20 Vývoj ukazatelů likvidity



Zdroj: vlastní zpracování

**Čistý pracovní kapitál (ČPK)** je část oběžných aktiv, která může být po přeměnění na peněžní prostředky a úhradě krátkodobých závazků využita k financování podnikových aktivit. Doporučovaný trend ČPK by měl být rostoucí. V Tab. 3.3 vidíme, že rostoucí trend není splněn ve všech sledovaných obdobích. Mezi roky 2014 a 2015 klesla hodnota ČPK z 21 096 tis. Kč na 3 515 tis. Kč, což je také nejnižší zaznamenaná hodnota během sledovaného období. Pokles ukazatele způsobil výrazný pokles oběžných aktiv o 39 822 tis. Kč, kdy klesaly především pohledávky z obchodních vztahů (pokles o 33 005 tis. Kč). Od roku 2015 do roku 2017 hodnota ČPK rostla, až na úroveň 61 473 tis. Kč v roce 2017, kdy byla nejvyšší. Na tomto růstu se podepsal především nárůst oběžných aktiv (především pohledávky a peněžní prostředky), který byl větší než růst krátkodobých závazků. V posledním sledovaném období 2017-2018 došlo ke snížení čistého pracovního kapitálu z hodnoty 61 473 tis. Kč na hodnotu 39 654 tis. Kč. Na poklesu se podepsaly především rostoucí krátkodobé závazky (především růst krátkodobých úvěrů o 17 898 tis. Kč) při velice nízkém růstu oběžných aktiv.

### 3.3.4 Analýza ukazatelů aktivity

Ukazatele aktivity nám poskytují informace o vázanosti kapitálu ve firemním majetku. Hodnoty těchto ukazatelů pro společnosti TONAK zachycuje Tab. 3.4, doporučené vývojové trendy pro jednotlivé ukazatele jsou uváděny z publikace Dluhošová (2010).

Tab. 3.4 Ukazatele aktivity za roky 2014 až 2018

Ukazatel	Vzorec	Rok				
		2014	2015	2016	2017	2018
<b>Doba obratu aktiv (dny)</b>	2.22	361,70	353,07	325,26	361,51	369,48
<b>Doba obratu zásob (dny)</b>	2.23	152,61	160,62	145,12	146,20	170,52
<b>Doba obratu pohledávek (dny)</b>	2.24	55,00	31,21	38,35	60,68	56,30
<b>Doba obratu závazků (dny)</b>	2.25	207,31	205,16	173,51	187,69	215,89

Zdroj: vlastní zpracování

**Doba obratu aktiv** nám říká, jak dlouho (kolik dní) trvá přeměna celkových aktiv ve vztahu k dosaženým tržbám. Doporučený trend je klesající. Jak vidíme v Tab. 3.4, klesajícího trendu je dosaženo v prvních letech. Hodnota ukazatele klesla z hodnoty 361,70 dní na úroveň 325,26 dní v roce 2016. Za tímto poklesem stojí jednak pokles tržeb, který by sám o sobě hodnotu ukazatele zvyšoval, ale tento pokles tržeb byl převýšen poklesem aktiv, které klesly z hodnoty 449 583 tis. Kč v roce 2014 na hodnotu 381 217 tis. Kč v roce 2016. Od roku 2016 doba obratu aktiv roste, což je způsobeno růstem celkových aktiv při téměř konstantních tržbách.

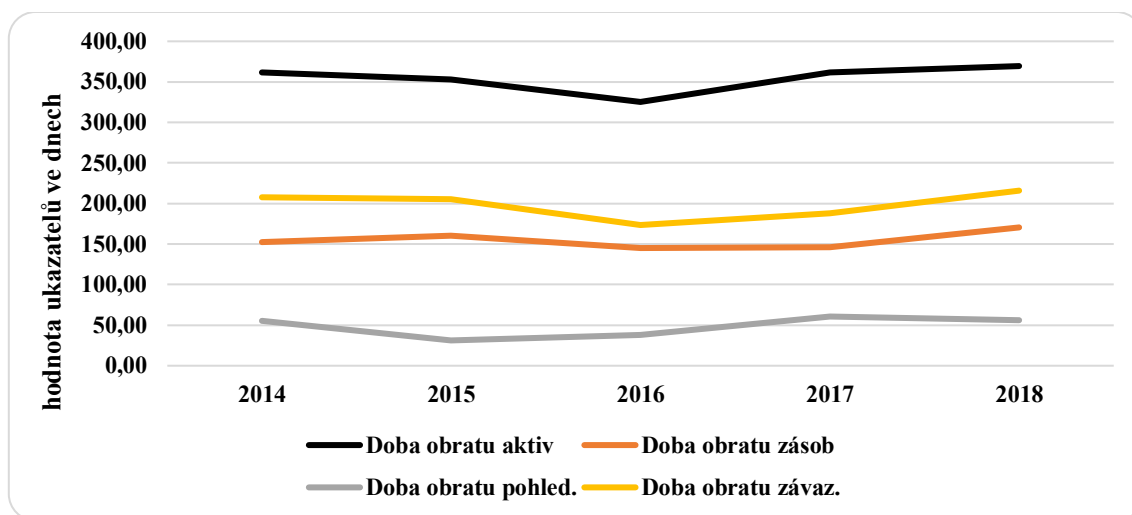
**Doba obratu zásob** vyjadřuje, jak dlouho jsou vázány peněžní prostředky v podobě zásob. Opět je doporučován klesající trend. Mezi roky 2014 a 2015 došlo nárůstu ukazatele ze 152,61 dní na 160,62 dní. Hlavním faktorem byl pokles tržeb o 32 692 tis. Kč. Mezi roky 2015 a 2016 klesl ukazatel na hodnotu 145,12 dní, což představuje za sledované období nejnižší hodnotu. Pokles byl způsoben nižšími zásobami oproti minulému roku o 14 970 tis. Kč. V roce 2017 byla hodnota ukazatele téměř nezměněna oproti roku 2016. V roce 2018 však hodnota ukazatele doby obratu zásob vzrostla na nejvyšší úroveň, a to 170,52 dní. Tržby zůstaly meziročně téměř nezměněny (pokles o 942 tis. Kč), hlavním důvodem takto výrazného nárůstu byl tedy výrazný růst zásob, které rostly meziročním tempem 16,37 % (27 819 tis. Kč), konkrétně se zvýšila především hodnota materiálu, které se meziročně zdvojnásobila.

**Doba obratu pohledávek** nám podává informaci o tom, za jak dlouho jsou průměrně placeny námi vydané faktury. Trend by měl být klesající. Hodnoty tohoto ukazatele by potom měly být porovnány s dobou splatností faktur. V roce 2014 je doba obratu pohledávek 55,00 dní, v roce 2015 klesla hodnota na 31,21 dní. Hlavním důvodem poklesu byl pokles pohledávek o 47,40 %. V dalším roce došlo k mírnému růstu ukazatele na hodnotu 38,35 dní. V roce 2017 došlo k dalšímu růstu, kdy se hodnota dostala na nejvyšší úroveň, a to 60,68 dní. Příčinou byl růst pohledávek o 56,90 %, kdy rostly především krátkodobé pohledávky. V roce 2018 došlo k poklesu hodnoty ukazatele doby

obratu pohledávek na 56,30 dní. Tržby zůstaly meziročně stabilní, tudíž mírný pokles doby obratu byl zapříčiněn poklesem pohledávek (pokles o 5 239 tis. Kč).

**Doba obratu závazků** vyjadřuje, za jak dlouhou dobu hradí podnik své závazky. Je proto žádoucí, aby doba obratu závazků byla větší než předchozí ukazatel, doba obratu pohledávek. Nejdelší dobu obratu závazků vykazala společnost TONAK v roce 2018, a to 215,89 dnů, kdy došlo k výraznému růstu závazků (především vůči úvěrovým institucím). Naopak nejmenší hodnoty ukazatele bylo dosaženo v roce 2016, kdy společnost hradila své závazky v průměru za 173,51 dní. Oproti předchozímu roku se jednalo o výrazný pokles o 31,65 dní. Tehdy došlo ke snížení závazků o 33 019 tis. Kč, kdy se snížily závazky vůči úvěrovým institucím o 30 753 tis. Kč (meziroční pokles o 18,51 %). V Grafu 3.21 je pak zobrazen vývoj jednotlivých ukazatelů aktivity ve sledovaných letech.

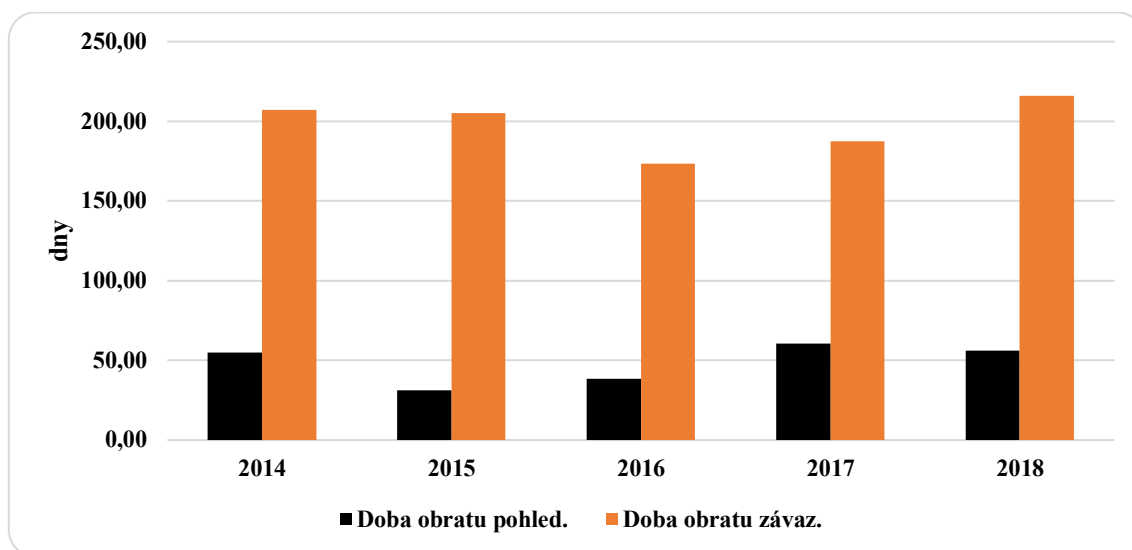
Graf 3.21 Vývoj ukazatelů aktivity



Zdroj: vlastní zpracování

U doby obratu pohledávek a závazků bylo zmíněno, že je žádoucí, aby DO pohledávek byla nižší než DO závazků. Z Tab. 3.4 je zřejmé, že společnost TONAK tohoto pravidla solventnosti dosahuje. Níže uvedený Graf 3.22 to přehledně potvrzuje.

Graf 3.22 Srovnání DO pohledávek a DO závazků



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.4 Souhrnné modely hodnocení finanční úrovně

V této kapitole bude provedeno hodnocení finanční úrovně společnosti TONAK pomocí souhrnných modelů. Úkolem těchto modelů je pomocí jednoho čísla posoudit celkovou finanční situaci společnosti. V této práci budou použity následující modely: Altmanův model, Taflerův model, Beaverův model, Zmijewského model, Ohlsonův model a Indexy IN ve verzích 95, 99, 01 a 05. Jestliže nebude uvedeno jinak, doporučené hodnoty vychází z publikace Dluhošová (2010).

#### 3.4.1 Altmanův model

Mezi nejčastěji používané bankrotní modely patří Altmanův model. Má několik verzí, v této práci bude použit model pro společnosti, které nemají akcie kotované na burze. Základem modelu je Z-skóre, které je vypočítáno dle vztahu 2.27. V Tab. 3.5 jsou uvedeny jednotlivé vypočítané hodnoty pro dílčí ukazatele modelu, poslední řádek je pak výsledné Z-skóre Altmanova modelu.

Tab. 3.5 Hodnoty ukazatelů a Z-skóre Altmanova modelu

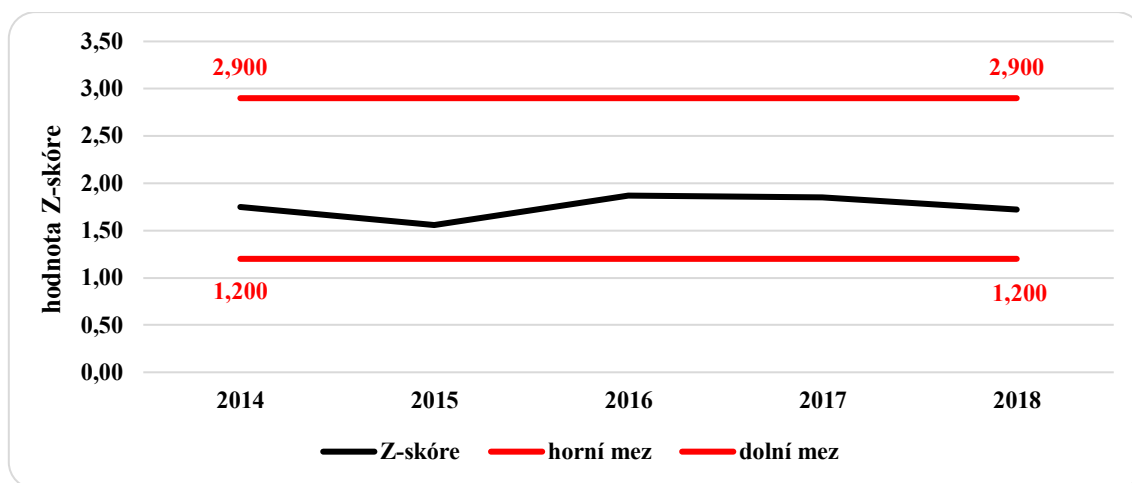
Ukazatel/rok		2014	2015	2016	2017	2018
X1	pracovní kapitál/aktiva celkem	0,594	0,559	0,569	0,631	0,636
X2	nerozdělený zisk/aktiva celkem	-0,040	-0,031	-0,089	-0,069	-0,049
X3	EBIT/aktiva celkem	0,022	-0,038	0,029	0,033	0,016
X4	účetní hodnota vlastního kapitálu/dluhy celkem	0,706	0,680	0,816	0,865	0,681
X5	tržby celkem/aktiva celkem	0,995	1,020	1,107	0,996	0,974
Z-skóre		1,750	1,558	1,869	1,853	1,722

Zdroj: vlastní zpracování



Dolní hranice pro Altmanův model, který pracuje s nekótovanými společnostmi, je 1,2 a horní hranice je 2,9. Jak je vidět v Tab. 3.5, hodnota Z-skóre byla nejnižší v roce 2015, a to 1,558. Naopak nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2016, a to 1,869. Když tyto vypočítané hodnoty porovnáme s horní a dolní hranicí, zjistíme, že ve všech sledovaných letech se hodnota Z-skóre pohybovala mezi těmito hranicemi, což značí šedou zónu, kdy nelze jednoznačně říci, jestli podniku hrozí bankrot nebo nikoliv. Graficky je vývoj Z-skóre Altmanova modelu zachycen v Grafu 3.23, kde jsou také zobrazeny hranice šedé zóny.

Graf 3.23 Altmanův model



Zdroj: vlastní zpracování

V Grafu 3.15 vidíme, že hodnota Z-skóre se pohybuje uvnitř šedé zóny, a to spíše u spodní hranice. Vývoj v jednotlivých letech nemá jasný trend, v roce 2018 se hodnota opět snížila, a je zde nutná opatrnost, aby v dalších letech podnik nesklouzl do oblasti pod dolní mez, což by již značilo velkou pravděpodobnost bankrotu.

### 3.4.2 Taflerův model

Na základě ukazatelů, které hodnotí platební neschopnost, je postaven Taflerův model. Hodnota Z-skóre pro tento model je vypočítána na základě vztahu 2.29, jehož hodnoty a hodnoty dílčích ukazatelů zobrazuje Tab. 3.6.

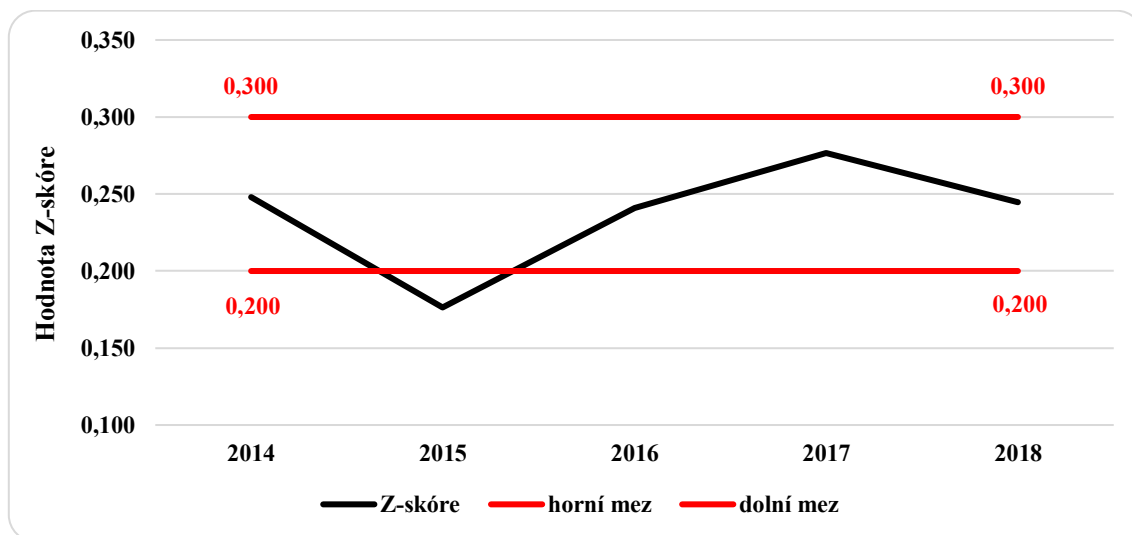
Tab. 3.6 Hodnoty ukazatelů a Z-skóre Taflerova modelu

Ukazatel/rok		2014	2015	2016	2017	2018
<b>X1</b>	EBT/ krátkodobé závazky	0,021	-0,095	0,029	0,041	0,003
<b>X2</b>	oběžná aktiva/závazky celkem	1,037	0,962	1,067	1,215	1,088
<b>X3</b>	Krátkodobé závazky/aktiva celkem	0,547	0,550	0,477	0,485	0,543
<b>X4</b>	Finanční majetek/(provozní náklady-odpisy)	0,022	0,015	0,005	0,062	0,023
	<b>Z-skóre</b>	<b>0,248</b>	<b>0,176</b>	<b>0,241</b>	<b>0,277</b>	<b>0,245</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Intervaly pro šedou zónu Taflerova modelu jsou 0,2 až 0,3. Podniky s minimální pravděpodobností bankrotu mají hodnotu Z-skóre větší než 0,3. Z pohledu do Tab. 3.6 lze vidět, že horní hranice 0,3 není překročena v žádném sledovaném roce. Z-skóre se pohybuje kolem hodnoty 2,5, což je uvnitř šedé zóny. V roce 2015 se hodnota dostala až pod spodní hranici, kdy už podnik vykazuje vysokou pravděpodobnost bankrotu. V roce 2015 byl výsledek hospodaření před zdaněním (EBT) záporný, což se podepsalo na snížení výsledné hodnoty Z-skóre. V dalších letech 2016 a 2017 hodnota Z-skóre rostla, kdy dosáhla nejvyšší hodnoty, a to 0,277, tehdy také byla nejbližší k tomu, aby se dostala z šedé zóny. V posledním roce 2018 je opět zřejmé, že podnik se blíží ke spodní hranici. Vývoj hodnoty Z-skóre, včetně vyznačené horní a dolní hranice je zachycen v Grafu 3.24.

Graf 3.24 Taflerův model



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.4.3 Beaverův model

Tento model patří mezi bankrotní modely. V Tab. 3.7 jsou zachyceny hodnoty jednotlivých ukazatelů Beaverova modelu, Tab. 3.8 zobrazuje trendy jednotlivých ukazatelů pro ohroženou firmu.

Tab. 3.7 Hodnoty ukazatelů Beaverova modelu

Ukazatel/rok	2014	2015	2016	2017	2018
vlastní kapitál/aktiva celkem	0,405	0,395	0,435	0,449	0,398
přidaná hodnota/aktiva celkem	0,363	0,390	0,497	0,424	0,398
bankovní úvěry/cizí zdroje	0,600	0,742	0,743	0,686	0,665
cash flow/cizí zdroje	-0,028	-0,012	-0,021	0,100	-0,060
provozní kapitál/aktiva celkem	0,594	0,559	0,569	0,631	0,636

Zdroj: vlastní zpracování

Období, ve kterých hrozí podle Beaverova modelu finanční potíže společnosti, jsou zvýrazněny červenou barvou.

Tab. 3.8 Vývoj ukazatelů Beaverova modelu

Ukazatel/období	Trend	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
vlastní kapitál/aktiva celkem	klesá	klesá	roste	roste	klesá
přidaná hodnota/aktiva celkem	klesá	roste	roste	klesá	klesá
bankovní úvěry/cizí zdroje	roste	roste	roste	klesá	klesá
cash flow/cizí zdroje	klesá	roste	klesá	roste	klesá
provozní kapitál/aktiva celkem	klesá	klesá	roste	roste	roste

Zdroj: vlastní zpracování

Dle Beaverova modelu nastala nejhorší situace pro společnost TONAK v období 2014/2015 a 2017/2018, jelikož v těchto obdobích byly vykazovány trendy pro ohroženou společnost hned u tří z pěti ukazatelů. Když se podíváme na výsledky Taflerova modelu, zjistíme, že právě v období 2014/2015 došlo k poklesu hodnoty Z-skóre Taflerova modelu pod dolní hranici, což značí vysokou pravděpodobnost bankrotu. U Altmanova modelu k poklesu pod spodní hranici nedošlo, ale v roce 2015 byla hodnota Z-skóre nejnižší. Když se podíváme do VZZ, zjistíme, že v roce 2015 byly také zaznamenány nejnižší tržby za sledované období a také v tomto roce byl záporný výsledek hospodaření. Naopak nejpříznivější situace dle Beaverova modelu byla v období 2016/2017, kdy byl pouze v případě ukazatele přidaná hodnota/aktiva celkem zaznamenán klesající trend, což je u tohoto ukazatele situace, kterou vykazují firmy

ohrožené bankrotem. I v tomto případě jsou kopírovány hodnoty z Taflerova modelu, kdy v roce 2017 byla zaznamenána nejvyšší hodnota Z-skóre (která se však stále nacházela v šedé zóně). V případě Altmanova modelu byla v roce 2017 zaznamenána druhá nejvyšší hodnota Z-skóre. V roce 2017 byl také dosažen nejvyšší výsledek hospodaření, a to 8 262 tis. Kč.

#### 3.4.4 Zmijewského model

Tento model patří mezi bankrotní modely. V Tab. 3.9 jsou uvedeny hodnoty jednotlivých ukazatelů, hodnota Z-skóre je vypočítána na základě vztahu 2.30. Výsledná pravděpodobnost bankrotu je zobrazena v posledním řádku Tab. 3.9 a tato hodnota je vypočítána na základě vztahu 2.31.

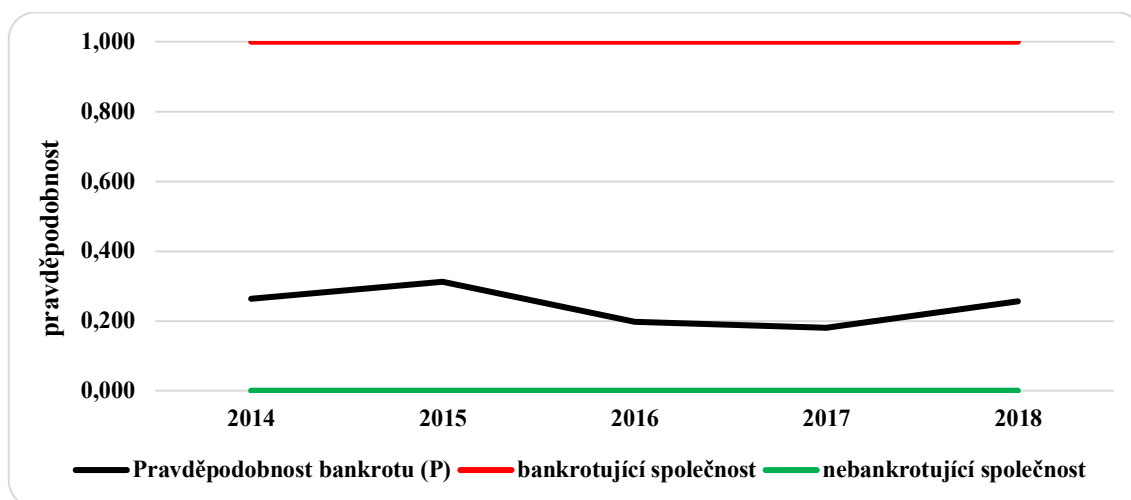
Tab. 3.9 Hodnoty ukazatelů a Z-skóre Zmijewského modelu

Ukazatel/rok	2014	2015	2016	2017	2018
čistý zisk/aktiva celkem	0,012	-0,052	0,014	0,020	0,002
cizí zdroje/aktiva celkem	0,583	0,591	0,550	0,537	0,591
oběžná aktiva/krátkodobé závazky	1,086	1,016	1,193	1,302	1,170
Z-skóre	-1,026	-0,691	-1,222	-1,324	-0,935
P	0,264	0,312	0,198	0,180	0,255

Zdroj: vlastní zpracování

V Grafu 3.25 je zobrazen vývoj pravděpodobnosti bankrotu společnosti TONAK dle Zmijewského modelu. Čím blíže se pravděpodobnost blíží k 0, tím je menší pravděpodobnost bankrotu, hodnoty blíží se 1 znamenají vysokou pravděpodobnost bankrotu. V Grafu 3.25 vidíme, že pravděpodobnost bankrotu společnosti TONAK je nízká, nejvyšší hodnoty dosahuje v roce 2015, a to 0,312. Vývojový trend zde není jasně patrný, hodnoty pravděpodobnosti se pohybují v intervalu 0,180 až 0,312, přičemž v posledním roce se hodnota pravděpodobnosti nepatrně zvýšila, stále však platí, že je blíže ke spodní hranici, která značí nebankrotující společnost.

Graf 3.25 Zmijewského model



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.4.5 Ohlsonův model

Dalším ze skupiny modelů hodnotící pravděpodobnost bankrotu firmy je Ohlsonův model. V Tab. 3.10 jsou zobrazeny hodnoty jednotlivých ukazatelů, dále je zde zobrazena hodnota Ohlsonova modelu, a nakonec také hodnota pravděpodobnosti bankrotu (P). Výpočet hodnoty Ohlsonova modelu je proveden za pomoci vztahu 2.32, konečný výpočet pravděpodobnosti bankrotu je vypočítán dle vztahu 2.33.

Tab. 3.10 Hodnoty ukazatelů Ohlsonova modelu

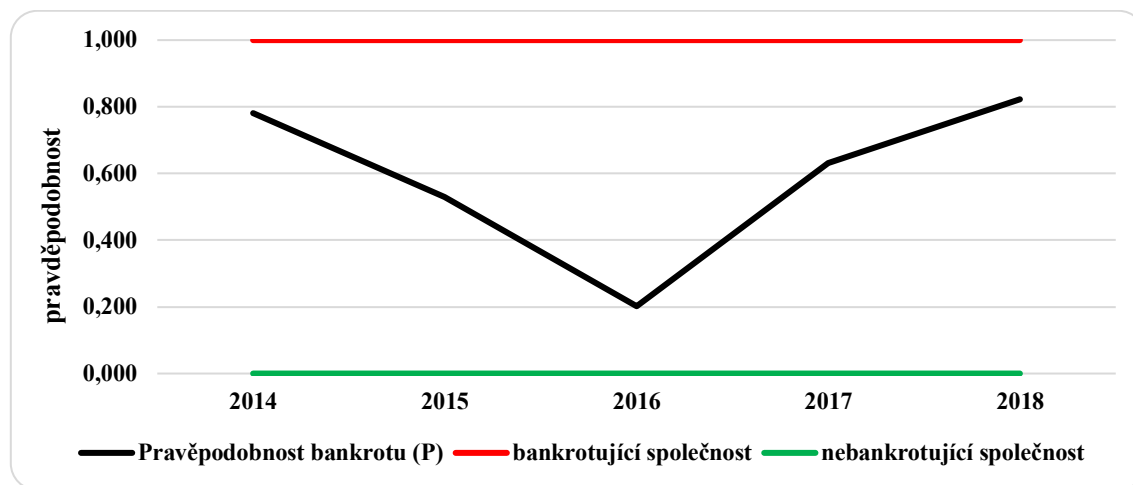
Ukazatel/rok	2014	2015	2016	2017	2018
X1	3,644	3,606	3,576	3,613	3,621
X2	0,583	0,591	0,550	0,537	0,591
X3	0,047	0,009	0,092	0,146	0,093
X4	0,547	0,550	0,477	0,485	0,543
X5	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
X6	0,012	-0,052	0,014	0,020	0,002
X7	0,078	-0,028	0,091	0,097	0,057
X8	0,000	1,000	1,000	0,000	0,000
X9	-0,321	-1,000	1,000	0,223	-0,837
Ohlson	1,274	0,120	-1,375	0,541	1,534
Pravděpodobnost bankrotu (P)	0,781	0,530	0,202	0,632	0,823

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je zřejmé z Tab. 3.10 a Grafu 3.26, pravděpodobnost bankrotu dle Ohlsonova modelu pro společnost TONAK má velmi široký interval, a to 0,202 až 0,823. Nejmenší hodnota pravděpodobnosti bankrotu byla dosažena v roce 2016, kdy v předchozích dvou letech klesala. Od roku 2016 se pravděpodobnost zvýšila až na hodnotu 0,823 v roce

2018, což byla nejvyšší hodnota. V posledních letech je tedy patrný trend, který směřuje k vysoké pravděpodobnosti bankrotu.

Graf 3.26 Ohlsonův model



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.4.6 Indexy IN

Indexy IN jsou konstruovány s ohledem na českou ekonomickou situaci. Vznikla řada verzí, v této podkapitole se zaměříme na verze IN95, IN99, IN01 a IN05, přičemž poslední verze bude zobrazena i graficky, zbylé verze jsou spíše pro porovnání a doplnění. Výsledné hodnoty indexů jsou zobrazeny v Tab. 3.11 a výpočty pro jednotlivé verze indexů jsou v příloze č. 10.

Tab. 3.11 Výsledné hodnoty pro jednotlivé verze indexu IN

Index/rok	Vzorec	2014	2015	2016	2017	2018
<b>IN95</b>	2.34	0,053	-0,161	1,425	0,929	0,588
<b>IN99</b>	2.35	0,566	0,301	0,651	0,617	0,531
<b>IN01</b>	2.36	0,700	0,262	0,766	0,797	0,638
<b>IN05</b>	2.37	0,701	0,260	0,767	0,799	0,639

Zdroj: vlastní zpracování

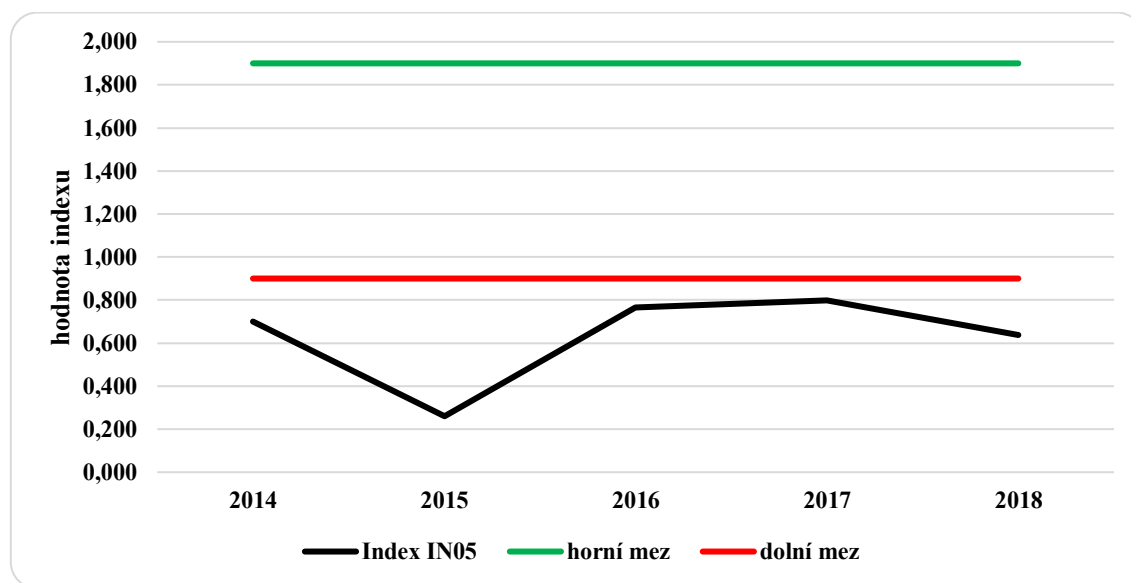
První verzí indexu IN publikovaných manželi Neumaierovými je verze **IN95**. Výpočet je proveden za pomoci vztahu 2.34. Váhy jednotlivých ukazatelů jsou pro zpracovatelský průmysl a jsou uvedeny v Tab. 2.3. Pro podniky finančně zdravé platí, že mají hodnotu indexu větší než 2, šedá zóna je pak představována rozmezím hodnot 1 a 2. V Tab. 3.11 vidíme, že společnost TONAK nepřekročila hodnotu 2 v žádném ze sledovaných let. V roce 2016 se nacházela v tzv. šedé zóně, ostatní roky se nacházela pod spodní hranicí 1, což označuje podnik, který je finančně slabý.

Další verze indexu je **IN99**. Pro výpočet dle této verze je platný vztah 2.35. Spodní hranicí je hodnota 0,684, pokud je hodnota pod touto hranicí, znamená to, že podnik nevytvořil ekonomický zisk. Jak je vidět v Tab. 3.11, ve všech letech je hodnota právě pod spodní hranicí.

Spojením předchozích dvou verzí vznikl nový index **IN01**. Horní hranice je 1,77, spodní hranice pak 0,75. Podnik ohrožený bankrotem má hodnoty IN01 menší než 0,75. V roce 2014, 2015 a 2018 se podnik nachází pod spodní hranicí, tzn. že je dle tohoto modelu ohrožen bankrotem. V roce 2016 a 2017 tuto hranici překračuje, ale pouze nepatrně, můžeme tedy říct, že se nachází v šedé zóně, ale velice blízko spodní hranice.

Index **IN05** je poslední verzí použitou v této práci. Oproti minulé verzi došlo k úpravě spodní a horní hranice. Horní hranice je nově 1,90 a spodní hranice je 0,9. Nejnižší hodnota indexu je v roce 2015, a to 0,260. I v předchozích verzích byla v tomto roce zaznamenána nejnižší hodnota. Na takto nízké hodnotě se podílel zejména záporný výsledek hospodaření. V dalších letech se hodnota pohybuje kolem hodnoty 0,700, nejvyšší je v roce 2017, a to 0,799. Ve všech sledovaných letech se však hodnota indexu pohybuje pod spodní hranicí, která je 0,9, což znamená, že společnost má vysokou pravděpodobnost bankrotu. Hodnoty indexu IN05 jsou také zobrazeny graficky v Grafu 3.27, kde přehledně vidíme, že hodnoty IN05 byly po celé sledované období pod spodní hranicí.

Graf 3.27 Index IN05



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.5 Posouzení finanční výkonnosti dle EVA

V této kapitole bude provedeno hodnocení finanční výkonnosti společnosti TONAK pomocí ukazatele EVA – ekonomická přidaná hodnota. První částí bude výpočet nákladů na kapitál, ve druhé části se bude jednat o samotný výpočet ukazatele EVA.

#### 3.5.1 Stanovení nákladů kapitálu

Náklady na kapitál budou stanoveny za pomoci stavebnicové metody, kterou používá i Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR. Rozhodnutí pro využití stavebnicové metody je z důvodu, že společnost TONAK nemá akcie obchodovatelné na burze. Nejprve se při využití této metody musí určit rizikové přírážky, poté se vypočtou náklady na vlastní a celkový kapitál.

##### Bezriziková sazba $R_f$

Jako bezriziková úroková míra jsou uváděny výnosy desetiletých státních dluhopisů, jejich výše byla zjištěna dle ČNB.

Tab. 3.12 Hodnota bezrizikové sazby

	2014	2015	2016	2017	2018
$R_f$	1,58	0,58	0,48	0,98	1,98

Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

**Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko  $R_{podnikatelské}$**  se stanovuje na základě porovnání ukazatele  $XI$  a ukazatele ROA. Ukazatel  $XI$  je definován vztahem 2.54. V roce 2017 byla hodnota  $ROA > XI$ , proto je hodnota  $R_{podnikatelské}$  rovna hodnotě minimální rizikové přírážce pro dané odvětví, kterým je v tomto případě zpracovatelský průmysl. Tyto hodnoty (uvedené v Tab. 3.13 – předposlední řádek) jsou převzaty z materiálu Finanční analýza podnikové sféry za příslušné roky z internetových stránek Ministerstva průmyslu a obchodu. V roce 2015 je  $ROA < 0$ , což znamená, že hodnota rizikové přírážky pro podnik je fixně stanovena na 10,00 %. V letech 2014, 2016 a 2018 platí  $0 \leq ROA \leq XI$ , došlo tedy k výpočtu  $R_{podnikatelské}$  za pomoci vztahu 2.55. V Tab. 3.13 jsou zobrazeny v posledním řádku hodnoty rizikové přírážky charakterizující produkční sílu podniku pro jednotlivé roky.



Tab. 3.13 Riziková přírážka za podnikatelské riziko

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>X1</b>	0,0223	0,0259	0,0307	0,0293	0,0277
<b>ROA</b>	0,0219	-0,0384	0,0287	0,0329	0,0161
<b><math>R_{\text{podnikatelské odvětví}}</math></b>	2,64 %	2,54 %	2,47 %	2,45 %	2,42 %
<b><math>R_{\text{podnikatelské podnik}}</math></b>	<b>0,00358 %</b>	<b>10,00 %</b>	<b>0,0411 %</b>	<b>2,45 %</b>	<b>1,761 %</b>

Zdroj: vlastní zpracování

**Riziková přírážka za velikost podniku  $R_{LA}$**  zohledňuje výši úplatných zdrojů. V Tab. 3.14 jsou uvedeny přírážky za velikost podniku v jednotlivých letech. Vidíme zde také hodnotu úplatných zdrojů – UZ, která je ve všech sledovaných letech větší než 0,1 mld. Kč a zároveň menší než 3 mld. Kč, proto je k výpočtu rizikové přírážky za velikost podniku použit vztah 2.58. V Tab. 3.14 pak vidíme, že hodnota rizikové přírážky se pohybuje kolem hodnoty 4,2 % ve všech letech, což je způsobeno přibližně stejnou velikostí úplatných zdrojů.

Tab. 3.14 Riziková přírážka za velikost podniku

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>UZ (v tis. Kč)</b>	339 163	339 318	321 815	343 413	338 703
<b><math>R_{LA}</math></b>	4,209 %	4,209 %	4,264 %	4,196 %	4,211 %

Zdroj: vlastní zpracování

**Riziková přírážka za finanční stabilitu ( $R_{finstab}$ )** vychází z ukazatele celkové likvidity. V Tab. 3.15 vidíme, že hodnota L3 ve všech letech leží v intervalu doporučených hodnot  $XL1 = 1$  a  $XL2 = 2,5$ , tudíž je pro výpočet rizikové přírážky nutno použít vzorec 2.57. Hodnota rizikové přírážky za finanční stabilitu se pohybuje od nejnižší hodnoty 5,361 % v roce 2017 po nejvyšší hodnotu 9,015 % v roce 2015.

Tab. 3.15 Riziková přírážka za finanční stabilitu

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>L3</b>	1,1391	1,0758	1,3441	1,4017	1,2240
<b><math>R_{finstab}</math></b>	8,231 %	9,015 %	5,938 %	5,361 %	7,236 %

Zdroj: vlastní zpracování

V další fázi výpočtu nákladu na kapitál se provede součet všech výše uvedených přírážek dle vztahu 2.50, čímž dostaneme celkové náklady kapitálu nezadlužené firmy  $WACC_U$ . Následně se provede výpočet nákladů kapitálu zadlužené firmy  $WACC_L$  dle vztahu 2.51. Jako poslední krok je vyčíslení nákladů na vlastní kapitál, který je vypočítán dle vztahu 2.52. V Tab. 3.16 jsou uvedeny všechny výše zmíněné přírážky a celkové náklady WACC, a také náklady vlastního kapitálu  $R_E$ .

Tab. 3.16 Hodnoty přírážek a nákladů kapitálu dle stavebnicové metody (v %)

	2014	2015	2016	2017	2018
$R_F$	1,58	0,58	0,48	0,98	1,98
$R_{podnikatelské}$	0,0036	10,00	0,04	2,45	1,76
$R_{LA}$	4,21	4,21	4,26	4,20	4,21
$R_{finstab}$	8,23	9,02	5,94	5,36	7,24
$WACC_U$	14,02	23,80	10,72	12,99	15,19
$WACC_L$	13,09	21,82	9,89	12,08	14,05
$R_E$	24,57	45,56	19,40	20,01	29,37

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.16 vidíme, že náklady kapitálu nezadlužené firmy jsou vyšší než náklady kapitálu zadlužené firmy, z čehož lze vyvodit, že společnost využívá k financování levnější cizí kapitál. V tabulce také vidíme, že náklady vlastního kapitálu se pohybují v rozmezí 19,40 % až 45,56 %. Na takto vysoké hodnotě se podepsala zejména přírážka za podnikatelské riziko, která je v roce 2015 na úrovni 10,00 % z důvodu záporného výsledku hospodaření. Naopak nejnižší hodnoty nákladu na vlastní kapitál bylo dosaženo v roce 2016, kdy byla velmi nízká přírážka za podnikatelské riziko a také byla nejnižší bezriziková sazba, pouze 0,48 %. Celkově nejmenší vliv na takto vysoké hodnoty nákladu kapitálu měla bezriziková sazba, dále pak přírážka zohledňující velikost podniku.

### 3.5.2 Stanovení ekonomické přidané hodnoty EVA

Jelikož byly v předchozí kapitole určeny náklady kapitálu, je možné nyní přistoupit k provedení výpočtu ekonomické přidané hodnoty, která bude vypočítána na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí, a to dle vzorce 2.40. V Tab. 3.17 jsou uvedeny položky potřebné pro výpočet ukazatele EVA včetně samotného ukazatele EVA v průběhu sledovaných let 2014 až 2018.

Tab. 3.17 Hodnota ukazatele EVA-Equity v letech 2014 až 2018

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>ROE (v %)</b>	2,85	-13,18	3,16	4,38	0,43
<b>Re (v %)</b>	24,57	45,56	19,40	20,01	29,37
<b>Spread (v %)</b>	-21,72	-58,74	-16,24	-15,63	-28,93
<b>VK (v tis. Kč)</b>	181 896	160 713	165 963	188 711	170 382
<b>EVA (v tis. Kč)</b>	-39 511,89	-94 405,23	-26 951,62	-29 491,11	-49 299,95

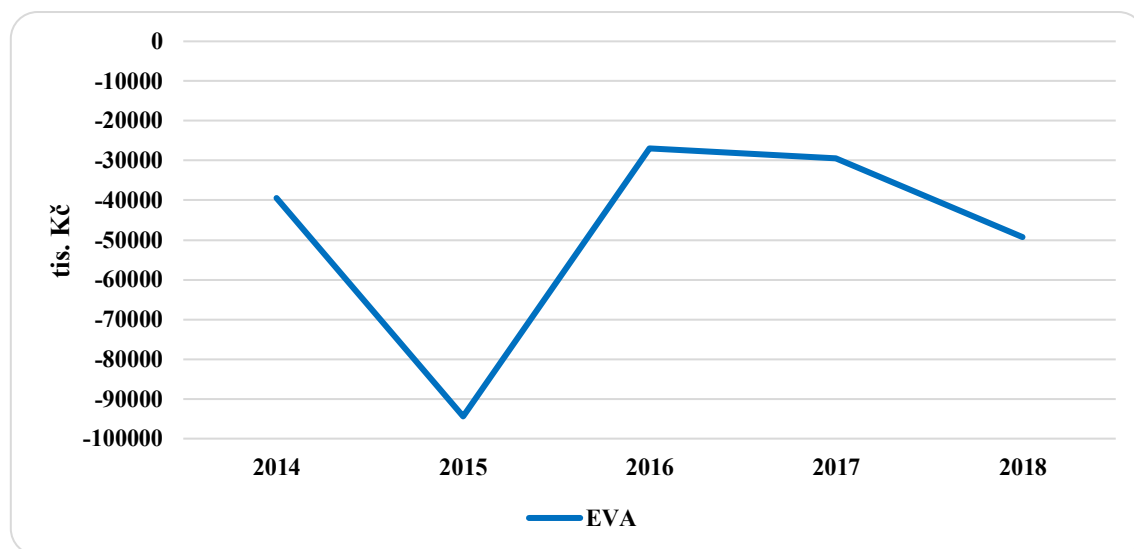
Zdroj: vlastní zpracování

Z Tab. 3.17 je na první pohled patrné, že ve všech sledovaných letech je hodnota ukazatele EVA záporná, což je nepříznivý jev pro vlastníky. Znamená to, že společnost nebyla schopna vytvořit bohatství pro akcionáře. Vývoj ukazatele EVA je značně

rozkolísaný, a to v intervalu -94 405 tis. Kč až -26 952 tis. Kč. Tento výkyv je především z důvodu vysokých nákladů na vlastní kapitál. Jak vidíme v Tab. 3.17, i tyto náklady mají široké rozpětí co se týče hodnot. Nejhorší situace z hlediska ukazatele EVA nastala v roce 2015, kdy je hodnota EVA -94 405 tis. Kč, což je nejnižší hodnota za sledované období. Na tomto výsledku se podílí především záporná rentabilita vlastního kapitálu, což je způsobeno záporným výsledkem hospodaření a také náklady na vlastní kapitál byly v roce 2015 zdaleka nejvyšší v celém pětiletém období. Od roku 2015 se hodnota ukazatele EVA zvýšila, ale stále byla záporná. V roce 2016 a 2017 se pohybovala na nejvyšších úrovních, ale jak bylo řečeno, stále docházelo k poklesu bohatství pro vlastníky. V těchto letech byla hodnota EVA -26 952 tis. Kč, respektive -29 491 tis. Kč. Oproti roku 2015 došlo v obou letech ke zvýšení ROE, a také poklesly náklady na vlastní kapitál. Naopak v roce 2018 již opět došlo ke zhoršení situace, kdy opět poklesla rentabilita vlastního kapitálu (z důvodu poklesu čistého zisku) a došlo opět ke zvýšení nákladů vlastního kapitálu. V tomto roce došlo ke snížení hodnoty pro vlastníky vyjádřené ukazatelem EVA o 49 300 tis. Kč. Vývoj hodnoty ukazatele EVA je graficky zobrazen v Grafu 3.28.

Spread představuje rozdíl mezi ROE a  $R_E$ . Jak je patrné ze vzorce 2.40, vývoj spreadu odpovídá vývoji ukazatele EVA. Spread je ve všech sledovaných letech záporný, čímž dochází k ničení hodnoty pro akcionáře. Je tudíž žádoucí z pohledu vlastníků, aby tento spread byl přinejhorším nulový. V letech, kdy je spread záporný, by bylo výhodnější, kdyby vlastníci vložili svůj kapitál do alternativní investice, která by byla v porovnání s vložením peněžních prostředků do společnosti výhodnější.

Graf 3.28 Vývoj hodnoty ukazatele EVA



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.5.3 Pyramidový rozklad ukazatele EVA

Jedním z hlavních ukazatelů pro měření finanční výkonnosti podniku je ukazatel Ekonomické přidané hodnoty EVA. Z tohoto důvodu je žádoucí provést rozklad tohoto ukazatele na dílčí ukazatele, abychom mohli zachytit, které z těchto dílčích ukazatelů mají největší vliv na vývoj ukazatele EVA. Ukazatel je v první fázi nejdříve rozložen na dílčí ukazatele, které zachycují vliv vlastního kapitálu a vliv spreadu ( $ROE - R_e$ ). V další fázi jsou tyto ukazatele dále rozkládány na další nižší úrovně. Kompletní schéma pyramidového rozkladu je zobrazeno v příloze č. 11. Jednotlivé vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel jsou určeny na základě funkcionální metody a integrální metody, dle vzorců (2.66) a (2.67). V Tab. 3.18 a 3.19 jsou zobrazeny jednotlivé vlivy na vrcholový ukazatel, včetně pořadí vlivu daného dílčího ukazatele. Pořadí vlivu jsou číselně označena, číslo 1. znamená největší pozitivní vliv, první tři pozice s největším vlivem (1. až 3.) jsou označeny zelenou barvou. Oranžovou barvou jsou označeny takové ukazatele, jejichž vliv na vrcholový ukazatel je naopak nejvíce negativní a přispívá k poklesu ukazatele EVA. Kompletní výpočty pro roky 2014 až 2018 pomocí funkcionální a integrální metody jsou uvedeny v přílohách č. 12. až č. 19.

Tab. 3.18 Hodnoty vlivů a vlivů pořadí na ukazatel EVA v roce 2014 až 2016 (v tis. Kč)

Ukazatel	2014/2015				2015/2016			
	Funkcionální		Integrální		Funkcionální		Integrální	
	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu
EVA	-54893,34	-	-54893,34	-	67453,6	-	67453,6	-
VK	8522,32	1.	4026,25	1.	-1968,25	2.	-3189,43	2.
ROE-Re	-63415,65	2.	-58919,59	2.	69421,86	1.	70643,04	1.
R <sub>f</sub>	12790,52	3.	11883,69	4.	707,38	5.	719,82	7.
R podnik.	-127859,41	18.	-118794,38	17.	70447,24	2.	71686,46	2.
R LA	0	9.	0	6.	-389,06	15.	-395,9	15.
R finstab.	-10027,77	17.	-9316,82	14.	21766,01	3.	22148,89	3.
R finstr.	-143358,96	19.	-133195,04	18.	92504,05	1.	94131,26	1.
EAT/EBT	0	10.	0	7.	0	11.	0	11.
EBT/EBIT	22251,17	2.	-256645,61	19.	-8077,7	18.	-30575,99	18.
VK/VK	0	11.	0	8.	0	12.	0	12.
Nákl. Úroky/T	-9067,50	16.	-22774,231	16.	117,95976	8.	97,0307614	9.
Rezervy/VK	40,62599	7.	-175,81533	11.	79,751047	9.	225,32509	8.
Závazky/VK	-3089,21	15.	13369,046	3.	-486,13	16.	-1373,4765	16.
Bank. Úvěry/VK	3958,57	5.	-17131,331	15.	-1143,486	17.	-3230,755	17.
Pohl. za ups. ZK/T	0	12.	0	9.	0	13.	0	13.
Stálá A/T	-620,69	14.	4418,2325	5.	523,98178	6.	2815,98224	5.
OA/T	1190,24125	6.	-8472,4678	13.	448,59672	7.	2410,84798	6.
Ostatní A/T	25,08	8.	-178,54617	12.	13,664704	10.	73,4368366	10.
Daň z příjmu/T	0	13.	0	10.	0	14.	0	14.
Provozní N/T	179089,137	1.	449806,34	1.	-114122,68	19.	-93874,468	19.
Finanční N/T	11262,5257	4.	28287,341	2.	7032,2733	4.	5784,5727	4.
SUMA	-54893,34		-54893,33835		67453,60976		67453,60591	

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.18 vidíme, že hodnota ukazatele EVA mezi roky 2014 a 2015 klesla o 54 893 tis. Kč, přičemž větší vliv na pokles měl *spread*, a to dle metody funkcionální i integrální. Vlastní kapitál se podílel kladnými hodnotami dle obou metod na růstu hodnoty ukazatele EVA, ale tyto kladné hodnoty byly značně převáženy zápornými hodnotami *spreadu*, tudíž ve výsledku došlo k poklesu hodnoty ukazatele EVA. Dle funkcionální metody mají největší pozitivní vliv na vývoj ukazatele EVA ukazatele *Provozní N/T* (+179 089 tis. Kč), *EBT/EBIT* (+22 251 tis. Kč) a *R<sub>f</sub>* (+12 791 tis. Kč). Naopak negativní vliv měly rizikové přírážky *R<sub>finstab</sub>* (-10 028 tis. Kč), *R<sub>podnik</sub>* (-127 859 tis. Kč) a *R<sub>finstr</sub>* (-143 359 tis. Kč). Při výpočtu za pomoci metody integrální je pořadí vlivu podobné, odlišnost však lze vidět ve vývoji ukazatele EBT/EBIT, který při výpočtu dle funkcionální metody přispíval kladně na vývoj celkového ukazatele. Nyní při

integrální metodě se tento ukazatel podílí negativně na vývoji rozkládaného ukazatele, a to v hodnotě -256 646 tis. Kč.

V roce 2016 se hodnota ukazatele EVA zvýšila oproti předchozímu roku 2015 o 67 454 tis. Kč. Pozitivně na vývoj hodnoty EVA působil v první fázi rozkladu *spread*, přičemž vlastní kapitál působil na hodnotu EVA negativně, avšak zdaleka nedosahoval takových hodnot, aby převážil hodnotu *spreadu*. Při pohledu do Tab. 3.18 vidíme, že v další fázi rozkladu za roky 2015/2016 se vliv a pořadí vlivu vyvíjelo stejně u obou použitých metod. První tři pozice, které nejvíce pozitivně ovlivnily hodnotu EVA, jsou jednotlivé přírážky působící na náklady vlastního kapitálu. Jedná se o  $R_{finstr}$ ,  $R_{podnik}$  a  $R_{finstab}$ , přičemž nejpozitivněji působí dle integrální metody  $R_{finstr}$  s vlivem 94 131 tis. Kč. Na druhou stranu nejvíce negativním vlivem působí ukazatel *Provozní N/T*, a to dle funkcionální metody -114 123 tis. Kč. Dále následuje ukazatel *EBT/EBIT* a *Bankovní úvěry/VK*. Pořadí vlivů je stejné jak dle metody funkcionální, tak i dle metody integrální.

Tab. 3.19 Hodnoty vlivů a vlivů pořadí na ukazatel EVA v roce 2016 až 2018 (v tis. Kč)

Ukazatel	2016/2017				2017/2018			
	Funkcionální		Integrální		Funkcionální		Integrální	
	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu
EVA	-2539,48	-	-2539,48	-	-19808,85	-	-19808,85	-
VK	-3624,57	2.	-3502,21	2.	4083,94	1.	2550,36	1.
ROE-Re	1085,09	1.	962,73	1.	-23892,79	2.	-22359,21	2.
Rf	298,48	4.	264,83	4.	-4413,3	17.	-4130,02	17.
R podnik.	1438,06	1.	1275,89	1.	3039,44	3.	2844,35	4.
R LA	-40,59	14.	-36,02	14.	-66,2	13.	-61,95	13.
R finstab.	-344,45	18.	-305,61	18.	-8274,93	18.	-7743,8	18.
R finstr.	-991,59	19.	-879,77	19.	-31595,93	19.	-29567,92	19.
EAT/EBT	0	9.	0	9.	0	8.	0	8.
EBT/EBIT	492,51	3.	439,92	3.	12503,88	1.	11136,66	1.
VK/VK	0	10.	0	10.	0	9.	0	9.
Nákl. Úroky/T	-22,655728	13.	-17,250705	13.	-515,00628	14.	-579,22366	14.
Rezervy/VK	1,07666646	8.	0,8404515	8.	93,089252	6.	137,82665	6.
Závazky/VK	51,1819134	5.	39,95287	5.	-592,24921	15.	-876,87593	15.
Bank. Úvěry/VK	-122,27186	16.	-95,446057	16.	-685,56088	16.	-1015,0319	16.
Pohl. za ups. ZK/T	0	11.	0	11.	0	10.	0	10.
Stálá A/T	46,3394438	6.	29,640268	6.	20,336785	7.	30,2554899	7.
OA/T	-275,06313	17.	-175,93964	17.	145,8541	5.	216,990416	5.
Ostatní A/T	1,57586879	7.	1,0079787	7.	-6,169804	12.	-9,1789555	12.
Daň z příjmu/T	0	12.	0	12.	0	11.	0	11.
Provozní N/T	667,698241	2.	508,40413	2.	2991,6958	4.	3364,73761	3.
Finanční N/T	-115,2085	15.	-87,722977	15.	3462,2616	2.	3893,97939	2.
SUMA	-2539,48		-2539,483679		-19808,84858		-19808,84089	

Zdroj: vlastní zpracování

V Tab. 3.19 vidíme hodnotu vlivů včetně jejich pořadí za období 2016/2017 a 2017/2018. V roce 2017 se hodnota ukazatele EVA snížila o 2 539 tis. Kč v porovnání s předchozím rokem 2016. Proti tomuto snížení působila hodnota spreadu, která ale nedokázala převážit a zvrátit negativní hodnotu vlastního kapitálu, jehož vliv dle funkcionální metody byl -3 625 tis. Kč a zapříčinil tak pokles ukazatele EVA. Nejvíce pozitivní vliv na hodnotu ukazatele EVA měly v tomto období ukazatele  $R_{podnik}$ ,  $Provozní\ N/T$  a  $EBT/EBIT$ , při použití integrální metody jsou ukazatele stejné, včetně pořadí vlivu. Nejvíce pozitivní vliv měla riziková přírážka  $R_{podnik}$ , a to 1 438 tis. Kč dle metody funkcionální, v případě metody integrální je absolutní vliv o něco menší, a to 1276 tis. Kč. Negativní vliv na vrcholový ukazatel vykazují v tomto období přírážky  $R_{finstr}$  a  $R_{finstab}$  a ukazatel  $OA/T$ . I v tomto případě je shodné pořadí vlivu, bez ohledu

na použitou metodu. Nejvíce negativní vliv měla přírážka  $R_{finstr}$ , která v absolutním vyjádření byla -992 tis. Kč za použití funkcionální metody, v případě integrální metody se jednalo o negativní vliv nepatrně menší, a to -880 tis. Kč.

Za poslední sledované období 2017/2018 klesla hodnota ukazatele EVA o 19 809 tis. Kč. Negativně zde působil vliv *spreadu*, který byl – 23 893 tis. Kč. Vlastní kapitál působil pozitivně, avšak jen v hodnotě vlivu +4 084 tis. Kč, který zdaleka nedokázal vyrovnat negativní vliv *spreadu*. Pozitivním vlivem působily ukazatele *EBT/EBIT*, *Finanční N/T* a  $R_{podnik}$  dle metody funkcionální, u metody integrální jsou první dva vlivy stejné, třetí nejpozitivnější vliv má ukazatel *Provozní N/T*. Nejvíce pozitivně působil ukazatel *EBT/EBIT*, a to +12 504 tis. Kč. V opačném, tedy negativním směru působily přírážky  $R_F$ ,  $R_{finstr}$  a  $R_{finstab}$ , přičemž nejvíce negativně ovlivňovala přírážka  $R_{finstr}$ , a to -31 596 tis. Kč dle funkcionální metody, dle integrální metody byl tento vliv nepatrně menší, a to -29 568. Výsledky dle funkcionální metody jsou velice podobné, jak je vidět v Tab. 3.19.

Ve výše uvedených tabulkách 3.18 a 3.19 můžeme vidět, že na vrcholový ukazatel EVA ve všech letech působily především rizikové přírážky ovlivňující hodnotu vlastního kapitálu. V období 2014/2015, 2016/2017 a 2017/2018 ovlivňovaly Ekonomickou přidanou hodnotu spíše negativně, v období 2015/2016 naopak působily tyto přírážky pozitivně, v tomto období dokonce první 3 nejpozitivnější vlivy tvořily přírážky  $R_{podnik}$ ,  $R_{finstab}$  a  $R_{finstr}$ .



## 4 Aplikace zvolených metod a zhodnocení výsledků

V této kapitole bude provedena citlivostní analýza ukazatele EVA, dále pak provedení srovnání analyzované společnosti TONAK s odvětvím, ve kterém působí. Dle klasifikace CZ-NACE se jedná o odvětví 13 – Výroba textilií. Posledním bodem je komplexní shrnutí výsledků získaných v předchozí třetí kapitole.

### 4.1 Analýza citlivosti vlivů

Při provedení pyramidového rozkladu ukazatele EVA je žádoucí provést také analýzu citlivosti, tzn. jak se změní vrcholový ukazatel při změně některého z dílčích ukazatelů o určité procento. Citlivostní analýza bude provedena na datech za rok 2018 pro ukazatele, které nejvíce ovlivňovaly vrcholový ukazatel, a to jak pozitivně, tak negativně. Mezi tyto faktory patří *Provozní N/T*, *EBT/EBIT*,  $R_{podnik}$ ,  $R_{finstab}$ ,  $R_{finstr}$  a *Finanční N/T*. Citlivostní analýza bude provedena na pyramidovém rozkladu funkcionální metodou. Změny hodnot vysvětlujících dílčích ukazatelů (faktorů) jsou v intervalu -7,5 % až +7,5 %, vždy v rozmezí 2,5 p. b. V Tab. 4.1 jsou zachyceny citlivosti vlivů, které jsou vyjádřeny procentuálně.

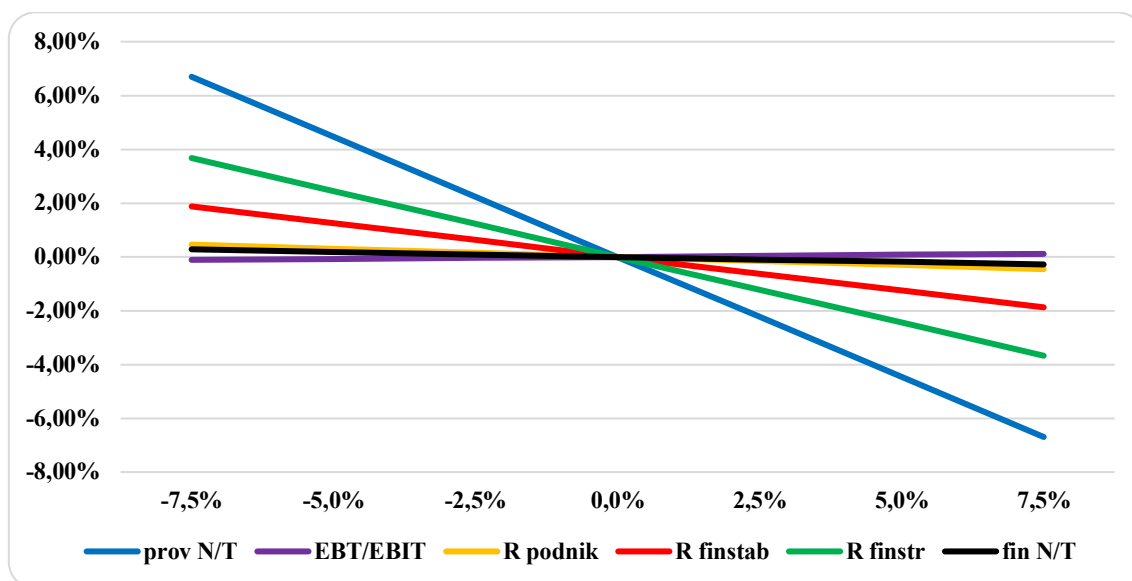
Tab. 4.1 Analýza citlivosti vlivů na ukazatel EVA za rok 2018

Položka	Relativní změna ukazatele EVA při změně faktorů o parametr $\alpha$						
Parametr $\alpha$	-7,5%	-5,0%	-2,5%	0,0%	+2,5%	+5,0%	+7,5%
Provozní N/T	6,70%	4,46%	2,23%	0,00%	-2,23%	-4,46%	-6,70%
EBT/EBIT	-0,11%	-0,07%	-0,04%	0,00%	0,04%	0,07%	0,11%
$R_{podnik}$	0,46%	0,30%	0,15%	0,00%	-0,15%	-0,30%	-0,46%
$R_{finstab}$	1,88%	1,25%	0,63%	0,00%	-0,63%	-1,25%	-1,88%
$R_{finstr}$	3,67%	2,45%	1,22%	0,00%	-1,22%	-2,45%	-3,67%
Finanční N/T	0,28%	0,19%	0,09%	0,00%	-0,09%	-0,19%	-0,28%

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je patrné, že ekonomická přidaná hodnota je nejvíce citlivá na změny dílčího ukazatele *Provozní N/T*. Jestliže hodnota tohoto ukazatele vzroste o 7,5 %, hodnota ukazatele EVA poklesne o 6,70 %. V pořadí druhý nejvíce citlivý faktor je ukazatel  $R_{finstr}$ . Při zvýšení hodnoty tohoto ukazatele o 2,5 % se sníží hodnota EVA o 1,22 %. Naopak nejméně reaguje hodnota ukazatele EVA na změnu hodnoty ukazatele *EBT/EBIT*. Jestliže dojde k poklesu ukazatele o 7,5 %, hodnota EVA se sníží o 0,11 %.

Graf 4.1 Citlivostní analýza



Zdroj: vlastní zpracování

Z Grafu 4.1 je patrné, že hodnota ekonomické přidané hodnoty EVA je nejvíce citlivá na změny ukazatele *Provozní N/T* a  $R_{finstr}$ . Naopak nejmenší sklon má ukazatel *EBT/EBIT*, jejíž zvýšení se na ukazateli EVA projeví nejméně, s pozitivním nárůstem.

## 4.2 Srovnání vybraných ukazatelů s odvětvím

Srovnání analyzované firmy TONAK s odvětvím bude provedeno na základě vybraných ukazatelů finanční analýzy. Společnost se zabývá výrobou pokrývek hlavy, oděvů a jejich doplňků apod., čímž se řadí do odvětví zpracovatelského průmyslu, konkrétně dle klasifikace CZ-NACE do skupiny 13 – Výroba textilií. Srovnání bude provedeno vybranými ukazateli z oblasti rentability, zadluženosti, likvidity a aktivity. Součástí této kapitoly bude i srovnání hodnot ukazatele EVA.

### Srovnání rentability

Pro srovnání rentability byly vybrány ukazatele rentabilita aktiv (ROA) a rentabilita vlastního kapitálu (ROE). V Tab. 4.2 jsou zobrazeny tyto hodnoty jak pro společnost TONAK, tak i pro odvětví zpracovatelského průmyslu.

Tab. 4.2 Srovnání ukazatelů rentability společnosti s odvětvím (v %)

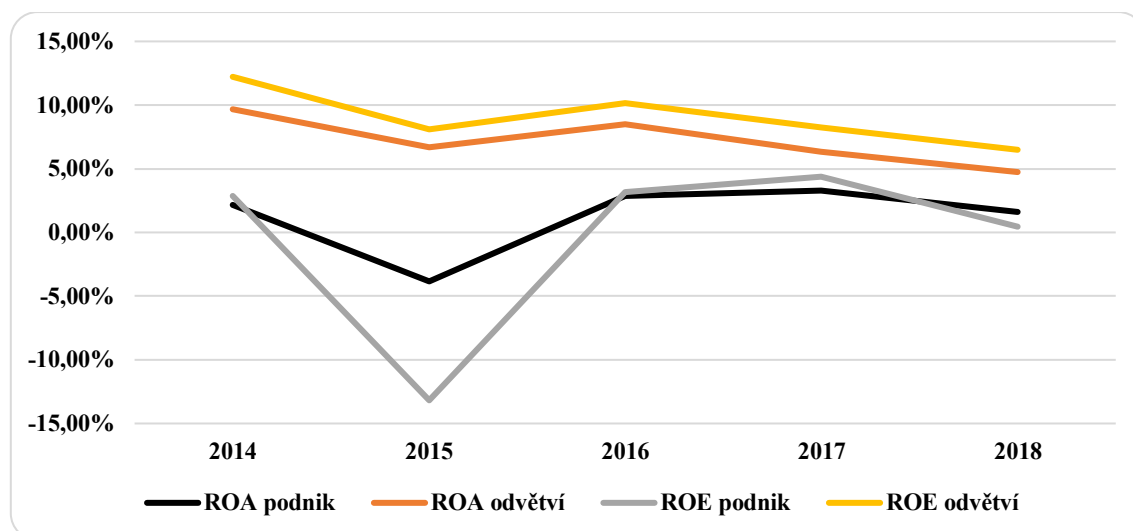
	2014	2015	2016	2017	2018
ROA podnik	2,19	-3,84	2,87	3,29	1,61
ROA odvětví	9,67	6,71	8,51	6,32	4,74
ROE podnik	2,85	-13,18	3,16	4,38	0,43
ROE odvětví	12,22	8,11	10,16	8,26	6,49

Zdroj: MPO, vlastní zpracování

Z Tab. 4.2 je patrné, že rentabilita aktiv (ROA) nedosahuje hodnot vykazovaných v daném odvětví. V odvětví se rentabilita pohybuje v rozmezí 4,74 % až 9,67 %, přičemž v podniku je dosahováno rentability daleko nižší. Nejvyšší hodnota ROA byla v roce 2017, a to 3,29 %. Rozdíl mezi rentabilitou podniku a odvětví je v průměru přibližně 6 p. b. Nejvyššího rozdílu bylo dosaženo v roce 2015, kdy tento rozdíl činil 10,55 p. b., což bylo způsobeno především zápornou hodnotou ROA z důvodu záporného výsledku hospodaření. Naopak nejnižšího rozdílu bylo dosaženo v roce 2017, kdy rozdíl činil 3,03 p. b. V případě sledování vývojového trendu rentability aktiv v odvětví můžeme vidět, že od roku 2016 je tento trend klesající jak v odvětví, tak v podniku. Graficky je tento vývoj zobrazen v Grafu 4.2.

Podobná situace panuje i kolem ukazatele ROE. Rentabilita vlastního kapitálu podniku je výrazně nižší než v daném odvětví. Průměrně je nižší o 9,52 p. b., nejvyššího rozdílu bylo dosaženo v roce 2015, a to 21,29 p. b., což bylo opět výrazně ovlivněno záporným výsledkem hospodaření. Nejmenší rozdíl, a to 3,88 p. b., byl zaznamenán v roce 2017. Vývojový trend ukazatele ROE pro odvětví je od roku 2016 klesající. ROE podniku mezi roky 2016 a 2017 mírně vzrostlo, ale poté již také došlo k poklesu v roce 2018, stejně jako v celém odvětví. Graficky je to zachyceno v níže uvedeném Grafu 4.2.

Graf 4.2 Vývoj rentability společnosti a odvětví



Zdroj: vlastní zpracování

### Srovnání likvidity

Pro srovnání ukazatelů likvidity byla zvolena okamžitá likvidita (L1) a celková likvidita (L3). V Tab. 4.3 jsou zobrazeny hodnoty těchto ukazatelů za sledované pětileté období.

Tab. 4.3 Srovnání ukazatelů likvidity společnosti s odvětvím

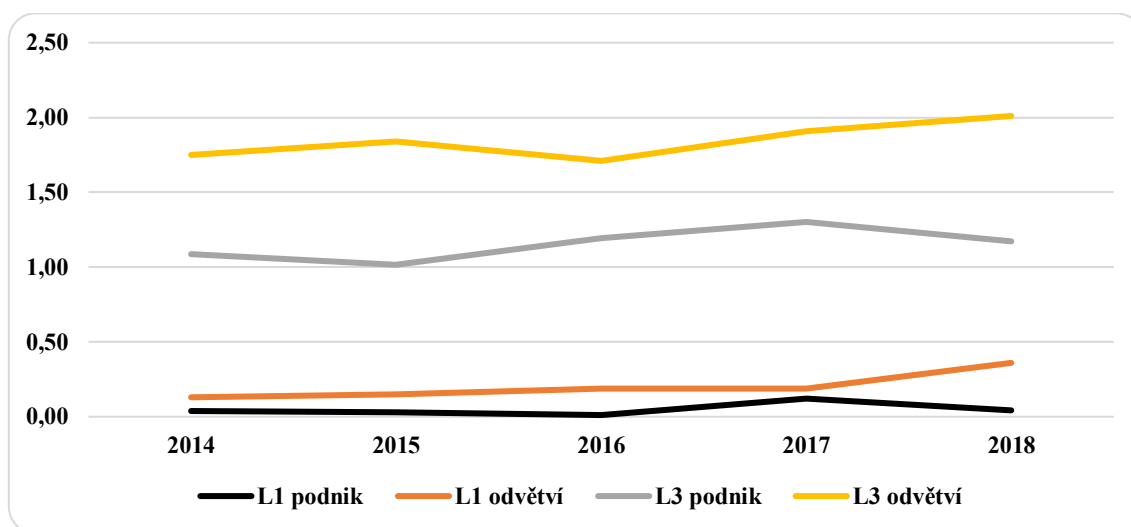
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>L1 podnik</b>	0,04	0,03	0,01	0,12	0,04
<b>L1 odvětví</b>	0,13	0,15	0,19	0,19	0,36
<b>L3 podnik</b>	1,09	1,02	1,19	1,30	1,17
<b>L3 odvětví</b>	1,75	1,84	1,71	1,91	2,01

Zdroj: MPO, vlastní zpracování

Hodnota ukazatele okamžité likvidity (L1) je po celé sledované období nižší při porovnání s hodnotami pro odvětví výroby textilií. Rozdíl mezi dosahovanými hodnotami ukazatele L1 společnosti a odvětví byl v průměru 0,16. Největšího rozdílu bylo dosaženo v roce 2018, kdy hodnota L1 společnosti TONAK byla nižší o 0,32. V roce 2017 bylo dosaženo nejmenšího rozdílu, který činil 0,07. Graficky je vývoj ukazatelů zobrazen v Grafu 4.3.

Ukazatel celkové likvidity L3 ve všech letech byl stejně, jako předchozí ukazatel L1, nižší než hodnoty v daném odvětví. V průměru tento rozdíl činil 0,69. Největší rozdíl byl zjištěn v roce 2018, kdy činil 0,84. Naopak nejbližší se hodnota L3 podniku přiblížila odvětví v roce 2016, kdy rozdíl činil 0,52. Hodnoty L3 pro podnik se pohybovaly v rozmezí 1,02 až 1,30, což je vzdáleno od doporučených hodnot 1,5 až 2,5. Odvětví tyto doporučené hodnoty splňuje ve všech sledovaných letech. Graficky je vývoj ukazatelů L1 a L3 zobrazen v Grafu 4.3, kde můžeme vidět, že pomyslné rozevírání nůžek nastává u obou ukazatelů od roku 2017.

Graf 4.3 Vývoj ukazatelů likvidity společnosti a odvětví



Zdroj: vlastní zpracování

## Srovnání zadluženosti

Pro srovnání v oblasti zadluženosti a finanční stability byly vybrány ukazatele podíl vlastního kapitálu na aktivech a celková zadluženost. Hodnoty ukazatelů pro podnik i odvětví jsou opět uvedeny v Tab. 4.4.

Tab. 4.4 Srovnání ukazatelů zadluženosti společnosti s odvětvím (v %)

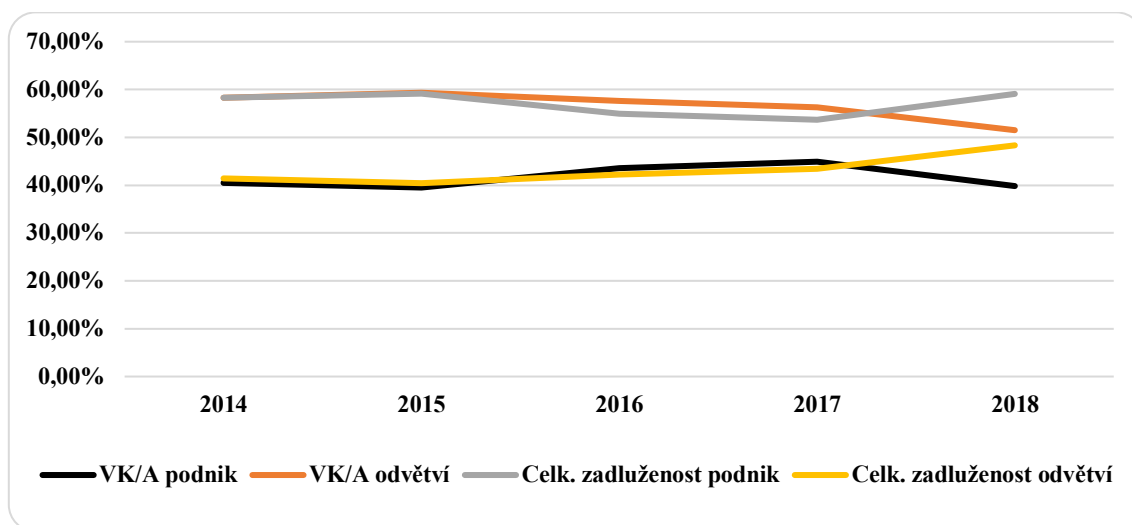
	2014	2015	2016	2017	2018
<b>VK/A podnik</b>	40,46	39,51	43,54	44,91	39,77
<b>VK/A odvětví</b>	58,33	59,33	57,62	56,33	51,50
<b>Celková zadluženost podnik</b>	58,27	59,14	55,01	53,68	59,08
<b>Celková zadluženost odvětví</b>	41,42	40,42	42,16	43,41	48,33

Zdroj: MPO, vlastní zpracování

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech nám značí finanční stabilitu podniku. Čím vyšší je hodnota, tím je podnik stabilnější, ale naopak s vysokou hodnotou tohoto ukazatele se pojí možné zhoršení efektivity využívání vložených prostředků. Z Tab. 4.4 je patrné, že společnost vykazuje nižší hodnoty tohoto ukazatele, než jsou v celém odvětví. Průměrná hodnota rozdílu je 14,99 p. b. Největší rozdíl mezi těmito hodnotami byl v roce 2015, a to 19,82 p. b., naopak nejmenší rozdíl o hodnotě 11,42 p. b. byl zaznamenán v roce 2017.

Druhým sledovaným ukazatel je celková zadluženost. Za sledované období byla v každém roce celková zadluženost podniku vyšší, než tomu bylo ve srovnávaném odvětví. Největší rozdíl byl v roce 2015, kdy společnost vykazovala celkové zadlužení o 18,72 p. b. větší, než byla celková zadluženost v odvětví. Na tuto skutečnost působil také fakt, že společnost vykazovala v tomto roce nejvyšší celkovou zadluženost. Nejnižší rozdíl byl v roce 2017, a to 10,27 p. b. V průměru byla celková zadluženost podniku vyšší o 13,89 p. b.

Graf 4.4 Vývoj ukazatelů zadluženosti společnosti a odvětví



Zdroj: vlastní zpracování

### Srovnání ukazatele EVA

V této části bude srovnána hodnota ekonomické přidané hodnoty EVA. Hodnoty EVA, včetně spreadu, jsou uvedeny v Tab. 4.5.

Tab. 4.5 Srovnání ukazatele EVA společnosti a odvětví

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Re podnik</b>	24,57 %	45,56 %	19,40 %	20,01 %	29,37 %
<b>Re odvětví</b>	11,34 %	11,72 %	11,06 %	11,24 %	8,85 %
<b>Spread podnik</b>	-21,72 %	-58,74 %	-16,24 %	-15,63 %	-28,93 %
<b>Spread odvětví</b>	0,88 %	-3,61 %	-0,90 %	-2,95 %	-2,36 %
<b>EVA podnik (tis. Kč)</b>	-39511,89	-94405,228	-26951,623	-29491,107	-49299,95
<b>EVA odvětví (tis. Kč)</b>	167128000	-740115000	-187370000	-605731000	-467833000

Zdroj: MPO, vlastní zpracování

V Tab. 4.5 vidíme, že hodnota spreadu podniku byla ve všech letech nižší, a to výrazně. Takto vysoký rozdíl mezi spreadem podniku a odvětví je ovlivněn především velmi vysokými náklady na vlastní kapitál ( $R_e$ ) ve společnosti TONAK. Tyto náklady jsou v průměru vyšší o 16,94 p. b. Na hodnotu spreadu a také jeho výrazný rozdíl mezi společností a odvětvím působí i fakt, že hodnota ukazatele ROE podniku byla ve všech letech nižší než hodnoty dosahované v odvětví. Nejvýraznější rozdíl v hodnotě spreadu byl zaznamenán v roce 2015, kdy tento rozdíl činil velmi vysokých 55,13 p. b. V odvětví výroby textilií byla ve sledovaném období pouze v roce 2014 dosažena kladná hodnota ukazatele EVA, v ostatních letech se jednalo o hodnoty záporné, docházelo tedy k ničení hodnoty pro vlastníky. V podniku byla ve všech sledovaných letech záporná hodnota EVA. Nejnižší hodnoty ukazatele EVA jak v podniku, tak v odvětví, byly shodně

zaznamenány v roce 2015. Na hodnotě ukazatele EVA pro celé odvětví se společnost TONAK za sledované období podílí v průměru 0,004 %. Vývoj spreadu byl do roku 2016 totožný, od tohoto roku se pak spread vyvíjel odlišně jak v podniku, tak v odvětví, přičemž stále platilo, že byl záporný, což se projevilo také v záporné hodnotě ukazatele EVA.

#### 4.3 Zhodnocení finanční situace podniku

Tato část je věnována závěrečnému shrnutí zjištění výsledků provedených analýz zaměřujících se na finanční výkonnost společnosti TONAK, a.s. Provedené analýzy byly za období 2014 až 2018, přičemž vstupní data byla čerpána z výročních zpráv, dále pak z finančních výkazů – rozvahy, VZZ a výkazu cash-flow. Při srovnání výsledků společnosti s odvětvím bylo čerpáno z finančních analýz Ministerstva průmyslu a obchodu ČR pro roky 2014 až 2018.

Prvním krokem bylo provedení podrobné analýzy rozvahy a VZZ, a to za pomoci vertikální a horizontální analýzy. Z této analýzy bylo zjištěno, že hodnota celkových aktiv se od roku 2014 do roku 2016 meziročně snižovala. Z celkové sumy 449 583 tis. Kč v roce 2014 klesla na hodnotu 381 217 tis. Kč v roce 2016, kdy byla za celé sledované období nejnižší. Pokles byl zapříčiněn především poklesem oběžných aktiv, konkrétně se snížila hodnota krátkodobých pohledávek a zásob. V roce 2016 byla tedy celková suma aktiv nejnižší. V dalších letech se tato hodnota již zvyšovala. Mezi roky 2016 a 2017 došlo k nárůstu celkových aktiv o 38 948 tis. Kč (+10,22 %). Největší vliv na tomto růstu měla oběžná aktiva, která vzrostla o 48 053 tis. Kč, konkrétně došlo k růstu krátkodobých pohledávek a peněžních prostředků (které se zvýšily přibližně 12krát). V posledním roce 2018 došlo k meziročnímu růstu celkových aktiv o 8 293 tis. Kč (+1,97 %). Došlo k růstu oběžných aktiv, konkrétně rozvahové položky materiál. Poklesla položka peněžní prostředky, která se tak vrátila na svou průměrnou hodnotu, jelikož v roce 2017 se výše této položky několikanásobně lišila od běžných hodnot v předchozích letech. Co se týče procentuálního podílu jednotlivých položek na celkových aktivech, na to odpovídá provedená vertikální analýza. Provedením vertikální analýzy položek aktiv bylo zjištěno, že podíl stálých aktiv na aktivech celkových byl do roku 2016 v průměru 42 % bez výrazných výkyvů. V roce 2017 se podíl snížil na 36,70 % a v roce 2018 byl zaznamenán jen nepatrný pokles na 36,27 %. Většinový podíl na celkových aktivech měly tedy oběžná aktiva. V roce 2014 byl podíl 59,44 %, v roce 2016 56,94 %. Poté se podíl navýšil na 63,10 % v roce 2017, a nejvyššího podílu bylo dosaženo v roce 2018, a to 63,60 %. Pokud

se podíváme podrobněji na složení stálých aktiv, dominantní zastoupení má dlouhodobý hmotný majetek s průměrným podílem více jak 38 % na celkových aktivech. V rámci položek oběžných aktiv je nejvýznamnější položkou nedokončená výroba a polotovary s průměrným podílem téměř 21 % na celkových aktivech.

Hodnota celkových pasiv se vyvíjela stejně jako hodnota aktiv, což potvrzuje pravidlo, že hodnota aktiv se musí rovnat hodnotě pasiv. Do roku 2016 klesala, poté opět došlo k nárůstu celkové hodnoty pasiv, avšak tento nárůst se nevyrovnal výši, v jaké byla celková suma v roce 2014, kdy byla hodnota pasiv nejvyšší. Za poklesem v prvních dvou letech stojí především pokles vlastního kapitálu a také pokles závazků, konkrétně pokles krátkodobých závazků vůči úvěrovým institucím. Od roku 2016 dochází v nárůstu celkových pasiv, kdy hlavním faktorem je zvýšení vlastního kapitálu, konkrétně kapitálových fondů o 14 487 tis. Kč. Dále došlo také k růstu krátkodobých závazků, především závazků z obchodních vztahů při meziročním zvýšení o 21 331 tis. Kč (+88,73 %). V roce 2018 pokračoval trend rostoucích celkových pasiv, kdy opět nejvýznamnější nárůst byl zaznamenán v hodnotě krátkodobých závazků, kdy se zvýšily především závazky vůči úvěrovým institucím o 17 898 tis. Kč (+12,77 %). Struktura pasiv je taková, že většina hodnoty celkových pasiv je tvořena cizími zdroji. V roce 2014 byl podíl 58,27 % na celkových pasivech. Tento podíl však v dalších letech postupně klesal až na hodnotu 53,68 % v roce 2017. Klesající trend však byl zvrácen v posledním roce, kdy došlo k nárůstu podílu cizích zdrojů na celkových pasivech na nejvyšší hodnotu za sledované období, a to 59,08 %. Zvýšení tohoto podílu bylo způsobeno především nárůstem závazků a současně poklesem vlastního kapitálu, konkrétně se jednalo o pokles kapitálových fondů. Podíl vlastního kapitálu v jednotlivých letech neměl jasný trend a spíše se jednalo o meziroční výkyvy oběma směry. V průměru byl podíl vlastního kapitálu na celkových pasivech 41,63 %. Nejvýznamnější položkou ve struktuře cizích zdrojů jsou krátkodobé závazky, které tvoří více jak polovinu celkových pasiv, konkrétně jde v průměru za pětileté období o podíl ve výši 52 %.

Dalším analyzovaným výkazem je Výkaz zisku a ztráty. Dominantním příjmem společnosti jsou tržby z prodeje výrobků a služeb. V roce 2014 byl zaznamenán nejvyšší výnos za sledované období, a to 432 661 tis. Kč. V roce 2015 následoval pokles o téměř 10 %, kdy tržby za vlastní výrobky byly 390 171 tis. Kč. Od roku 2016 tržby opět klesaly, ale pouze v řádu jednotek procent, přičemž tento pokles byl kompenzován růstem tržeb za prodané zboží, tudíž v celkovém součtu byly celkové tržby od roku 2016 téměř na



konstantní úrovni. Vertikální analýzou bylo zjištěno, že podíl tržeb z prodeje vlastních výrobků a služeb se pohybuje v rozmezí 91,54 % až 94,76 % na celkových tržbách. Celkové náklady byly v roce 2014 na úrovni 470 897 tis. Kč, v dalších letech poklesly a pohybovali se s malými odchylkami kolem hodnoty 440 000 tis. Kč. Za sledované pětileté období společnost neplatila daň z příjmu právnických osob. V roce 2014 byl záporný výsledek hospodaření, v ostatních letech byl dosažen zisk, a tudíž i povinnost platit daň z příjmu, ale v těchto letech byl uplatněn odpočet daňové ztráty.

Dalším krokem bylo provedení finanční analýzy, a to za pomoci poměrových ukazatelů. První analyzovanou oblastí byla finanční stabilita a zadluženost. Důležitým ukazatelem finanční stability je podíl vlastního kapitálu na aktivech. Hodnota tohoto ukazatele se pohybuje kolem 41 %, což je méně, než je hodnota obvyklá pro odvětví, ve kterém společnost působí. V čase je však hodnota ukazatele stabilní, bez výrazných výkyvů. Ukazatel stupeň krytí stálých aktiv by se měl pohybovat nad hranicí 100 %, což je splněno ve 4 z pěti sledovaných let, pouze v roce 2015 je hodnota 99,80 %. Ukazatel celkové zadluženosti se pohyboval v intervalu 53,68 % až 59,14 %, čímž se společnost dostala do doporučeného intervalu, který se uvádí 30 % až 70 %. Celková zadluženost je však vyšší, než jaké bylo dosaženo v daném odvětví. Ukazatel dlouhodobé zadluženosti je velmi nízký, pohybuje se kolem 5 %, tzn. že dlouhodobé cizí zdroje k financování firemního majetku jsou ve velmi malé míře a většina majetku, pokud je financována z cizích zdrojů, tak se jedná o krátkodobé cizí zdroje. Ukazatel úrokového krytí byl v roce 2015 záporný z důvodu záporného výsledku hospodaření, v ostatních letech se pohyboval nad hranicí 1,0, tzn. že podnik dokázal vydělat víc prostředků, než které musí použít na úhradu úroků. Ve vývoji ukazatele však nelze spatřit jasný trend, vývoj je volatilní, nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2017 na hodnotě 2,49. Další skupinou poměrových ukazatelů jsou ukazatele rentability. Vzhledem ke skutečnosti záporného výsledku hospodaření v roce 2015 jsou všechny ukazatele rentability v tomto roce záporné. Rentabilita aktiv byla nízká, v žádném roce nepřekročila hranici 3,5 % a byla podstatně nižší než rentabilita aktiv v odvětví. ROA se pohybovala v rozmezí -3,84 % až 3,29 %, přičemž v posledním roce je patrný klesající vývoj. Vývoj rentability vlastního kapitálu je bez jasného vývojového trendu, nejvyšší hodnota byla v roce 2017, ale v roce 2018 následoval prudký pokles na 0,43 %. Ukazatel ROE byl také výrazně nižší než hodnoty dosahované v daném odvětví. Negativní skuteností je také fakt, že ve dvou letech (2015 a 2018) byla rentabilita vlastního kapitálu nižší, než byla bezriziková sazba

vyjádřená výnosem desetiletých státních dluhopisů. Nejlepšího výsledku z hlediska ukazatelů rentability byl rok 2017. V tomto roce byl také dosažen nejvyšší čistý zisk. Při analýze ukazatelů likvidity bylo zjištěno, že likvidita společnosti je nižší než likvidita v odvětví a také je nižší, než jsou obecně doporučované hodnoty. Vývoj ukazatele celkové likvidity je poměrně stabilní, avšak pohybuje se v intervalu 1,016 až 1,302. Doporučované hodnoty jsou 1,5 až 2,5. Pohotovostní likvidita také nedosahovala doporučených hodnot 1,0 až 1,5, ale její hodnoty byly v intervalu 0,189 až 0,467. Podobná situace nastala u ukazatele okamžité likvidity, jejichž hodnoty se nacházeli na velice nízkých úrovních 0,011 až 0,121, přičemž doporučená hodnota je minimálně 0,2. Takto nízké hodnoty jsou dány zejména nízkým stavem peněžních prostředků. Ukazatel doby obratu aktiv do roku 2016 splňoval doporučený klesající trend, poté však došlo k obratu a ukazatel opět narůstal, přičemž v roce 2018 se dostal na nejvyšší úroveň, a to 349 dnů. Stejná situace vývojového trendu panovala u ukazatele doby obratu zásob, kdy nejvyšší hodnoty bylo dosaženo v roce 2018, a to 171 dní. Zde je prostor pro případné zlepšení, aby společnost TONAK neměla po tak dlouhou dobu vázané peníze v zásobách. Co se týče doby obratu pohledávek a závazků, tak společnost má výrazně nižší dobu obratu pohledávek, což je z ekonomického hlediska žádoucí.

Po provedení poměrové analýzy byla hodnocena finanční výkonnost podniku pomocí souhrnných modelů pro hodnocení finanční úrovně. Dle Altmanova a Taflerova modelu bylo shodně zjištěno, že se společnost nachází v tzv. šedé zóně, kde nelze jednoznačně říci, jestli je podnik ohrožen bankrotem či nikoli, ale je nutné věnovat finanční situaci zvýšenou pozornost. U Taflerova modelu však bylo zjištěno, že v roce 2015 se hodnota tohoto modelu dostala až pod spodní hranici, kde již platí, že podnik je ohrožen bankrotem. Výsledky Beaverova modelu odpovídají výsledkům Altmanova a Taflerova modelu, v každém ze sledovaných roků vykazuje alespoň jeden ukazatel ohrožení bankrotem, v některých letech značí hrozící bankrot dokonce tři z pěti ukazatelů. Dalším z bankrotních modelů použitý v této práci je Zmijewského model, jehož výsledky jsou odlišné od předchozích modelů. V žádném roce společnosti dle tohoto modelu bankrot nehrozí, výsledky pravděpodobnosti se nacházejí u spodní hranice, která značí nebankrotující společnost. Ohlsonův model se svými výsledky více přibližuje k výsledkům Altmanova a Taflerova modelu. Pravděpodobnost bankrotu do roku 2016 klesala, od roku 2016 je jasný patrný trend, který vede k vyšší pravděpodobnosti bankrotu společnosti. Posledním modelem byly tzn. Indexy IN, které

byly zpracovány ve verzích 95, 99, 01 a 05. Dle všech verzí se hodnota indexu pohybovala až na výjimky pod spodní hranicí, tzn. že podnik je finančně slabý a ohrožen bankrotem, čímž se tyto výsledky mírně odlišují od předchozích modelů, u kterých bylo nejčastěji zjištěno, že se podnik nachází v šedé zóně.

Finanční výkonnost společnosti byla dále hodnocena na základě moderního přístupu, známého pod označením ekonomická přidaná hodnota (EVA) na bázi zúženého hodnotového rozpětí. Hodnota EVA byla v každém roce záporná, což znamená, že společnost dosahovala ekonomické ztráty a nepovedlo se vytvořit hodnotu pro vlastníky. Hlavním důvodem záporné ekonomické přidané hodnoty je nízká rentabilita vlastního kapitálu ve spojení s velmi vysokými náklady na vlastní kapitál. Nejnížší hodnota ukazatele EVA byla v roce 2015, a to -94 405 tis. Kč. Od roku 2016 je trend vývoje ukazatele EVA klesající. Provedením pyramidového rozkladu byly identifikovány ukazatele a faktory, které nejvíce ovlivňovali výslednou hodnotu ukazatele EVA, a to jak pozitivním, tak negativním vlivem. V první úrovni rozkladu měl výrazný vliv na celkovou hodnotu vrcholového ukazatele *spread*. V nižších úrovních rozkladu měl největší pozitivní vliv nejčastěji ukazatel *Provozní N/T*, pouze v období 2015/2016 byl jeho vliv negativní. Ukazatel *EBT/EBIT* ovlivňoval vrcholový ukazatel nejdříve negativně, v posledních dvou letech byl jeho vliv pozitivní. Naopak negativně působili především přírážky  $R_{finstab}$  a  $R_{finstr}$ . V období 2015/2016 byl však jejich vliv pozitivní.

Při srovnání společnosti s odvětvím bylo zjištěno, že podnik dosahuje výrazně horších výsledků v oblasti rentability i likvidity. Hodnoty ROE i ROA jsou výrazně nižší než hodnoty dosahované v odvětví. Od roku 2016 začal klesající trend těchto ukazatelů v odvětví i v podniku, přičemž se podnik v těchto letech začal přibližovat průměru odvětví. V oblasti likvidity se podnik také nacházel pod hodnotami celého odvětví. V posledním roce došlo k růstu ukazatelů likvidity v odvětví, společnost však v tomto roce zaznamenala pokles obou ukazatelů likvidity využitých pro srovnání s odvětvím. V oblasti zadluženosti vykazovala společnost po celé sledované období vyšší celkovou zadluženost, než jaká byla v odvětví. V tomto případě by se ale nemělo jednat o negativní skutečnost vzhledem k faktu, že společnost vykazuje velmi vysoké náklady na vlastní kapitál. V podniku bylo dosahováno po všechny roky ekonomické ztráty – ukazatel EVA byl záporný. Při srovnání s odvětvím bylo zjištěno, že i v odvětví byl ukazatel EVA záporný, pouze v roce 2014 byl dosažen ekonomický zisk a vytvořena hodnota pro vlastníky. Trend ve vývoji ukazatele EVA pro podnik i odvětví je stejný, až v roce 2018

dochází k odchylce, kdy EVA pro odvětví roste, ale EVA podniku klesá. Stále však platí, že hodnoty jsou záporné a nedochází k tvorbě hodnoty.

Na základě provedených analýz v oblasti souhrnných modelů můžeme konstatovat, že podnik se velmi často nacházel v tzv. šedé zóně, kde se nachází podniky, u kterých mohou nastat problémy. Pokud se dle různých modelů podnik nenacházel v šedé zóně, byl v oblasti, kde již hrozící finanční problémy jsou patrné a hrozí bankrot. Ani v oblasti rentability nebylo dosahována uspokojivých výsledků. Management společnosti by měl zvážit zapojení dalšího cizího kapitálu z důvodu zvýšení rentability, jelikož náklady na vlastní kapitál jsou velmi vysoké. Prostor pro zadlužení podnik ještě má, ale na základě výsledků souhrnných modelů finanční úrovně je nutná opatrnost, aby se dále nezhoršovala situace a podnik nezvyšoval pravděpodobnost bankrotu. V oblasti aktivity by se měl podnik snažit snížit dobu obratu aktiv, která dosahuje téměř jednoho roku. V oblasti likvidity by se měl podnik zaměřit především na pohotovou a okamžitou likviditu, která dosahuje velmi nízkých úrovní a při krátkodobém výpadku příjmů by již mohly nastat problémy se splácením krátkodobých závazků (např. mzdy).

## 5 Závěr

Cílem této diplomové práce bylo zhodnocení finanční výkonnosti společnosti TONAK, a. s., která působí ve zpracovatelském průmyslu. Analýza byla provedena za pětileté období, na datech za roky 2014 až 2018.

Práce byla rozdělena do pěti kapitol. Ve druhé kapitole byly popsány teoretické základy použitých metod a modelů. Popsány byly poměrové ukazatele, souhrnné bankrotní a bonitní modely, ekonomická přidaná hodnota a její pyramidový rozklad.

Třetí kapitola byla praktického charakteru. Nejprve byla představena analyzovaná společnost. Byla provedena vertikální a horizontální analýza rozvahy a výkazu zisku a ztráty, poté již následovaly výpočty za pomoci vzorců popsaných v předchozí druhé kapitole. Na poměrovou analýzu a souhrnné modely navazoval výpočet nákladů na vlastní kapitál, které byly potřeba pro výpočet ekonomické přidané hodnoty. Posledním krokem ve třetí kapitole bylo provedení pyramidového rozkladu pro ukazatel EVA.

Čtvrtá kapitola se nejprve věnovala citlivostní analýze a identifikaci faktorů a ukazatelů, které nejvíce ovlivňuje ukazatel ekonomické přidané hodnoty. Mezi tyto faktory patřily přírážky  $R_{finstab}$ ,  $R_{finstr}$ ,  $R_{podnik}$ ,  $EBT/EBIT$  a  $Provozní\ N/T$ . Následovalo srovnání s odvětvím, dle předmětu podnikání společnosti TONAK byla zvolena dle CZ-NACE sekce 13 – výroba textilií. Srovnáním bylo zjištěno, že společnost dosahuje nižších hodnot rentability a likvidity, než je typické pro toto odvětví. V oblasti zadlužení naopak společnost vykazovala vyšší hodnoty. Při srovnání ukazatele EVA byl zjištěn stejný trend ve vývoji, k tvorbě ekonomického zisku za sledované období v podniku nedošlo, v odvětví byl ekonomický zisk vytvořen pouze v jednom roce. Dle výsledků souhrnných modelů bylo zjištěno, že se podnik nacházel v tzv. šedé zóně, což je situace, kdy nelze jednoznačně určit finanční zdraví, dle modelu IN05 bylo zjištěno, že podnik se nacházel po všechny roky pod spodní hranicí, kde je vysoká pravděpodobnost bankrotu.

# Seznam použité literatury

## Odborná kniha

- [1] BREALEY, R. A., S. C. MYERS and F. ALLEN. *Principles of corporate finance*. 11th ed. Maidenhead: McGraw-Hill Education, 2014. 889 s. ISBN 978-0-07-715156-0.
- [2] DAMODARAN, Aswath. *Applied corporate finance*. 3rd ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2011. ISBN 978-0-470-38464-0.
- [3] DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [4] KISEL'ÁKOVÁ, Dana a Miroslava ŠOLTĚS. *Modely řízení finanční výkonnosti: v teorii a praxi malých a středních podniků*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2017. 192 s. ISBN 978-80-271-0947-0.
- [5] KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- [6] KNÁPKOVÁ, Adriana, Drahomíra PAVELKOVÁ, Daniel REMEŠ a Karel ŠTEKER. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3. akt. vyd. Praha: Grada Publishing, 2017. 228 s. ISBN 978-80-271-0563-2.
- [7] LEVY, Haim a Marshall SARNAT. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 1999. 920 s. ISBN 80-7169-504-1.
- [8] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 163 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [9] MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. 4. upr. a roz. vyd. Praha: Ekopress, 2018. ISBN 978-80-87865-38-5.
- [10] NEUMAIEROVÁ, Inka a Ivan NEUMAIER. *Výkonnost a tržní hodnota firmy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2002, 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
- [11] ZMEŠKAL, Zdeněk, Dana DLUHOŠOVÁ a Tomáš TICHÝ. *Finanční modely: koncepty, metody, aplikace*. 3. přep. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2013, 267 s. ISBN 978-80-86929-91-0.

## Článek v odborném časopise nebo ve sborníku z konference

- [1] NEUMAIEROVÁ Inka a Ivan NEUMAIER. Index IN05. In: *Evropské finanční systémy*. Brno: Masarykova Univerzita v Brně, 2005, s. 143-148. ISBN 80-210-3753-9.
- [2] ZMIJEWSKI, Mark E. Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research*. 1984, 22, 59-82. ISSN 00218456. DOI: 10.2307/2490859.

## Elektronické dokumenty a ostatní

- [1] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, ČNB. *ARAD – systém časových řad*. [online]. ČNB [4. 3. 2020]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=1&p\\_sort=2&p\\_des=50&p\\_sestuid=375&p\\_uka=1&p\\_strid=AEBA&p\\_od=200004&p\\_do=202001&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=375&p_uka=1&p_strid=AEBA&p_od=200004&p_do=202001&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)
- [2] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, ČNB. *ARAD – systém časových řad*. [online]. ČNB [7. 3. 2020]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.VYSTUP?p\\_period=12&p\\_sort=2&p\\_des=50&p\\_sestuid=29930&p\\_uka=1%2C3%2C5&p\\_strid=ACL&p\\_od=199603&p\\_do=201909&p\\_lang=CS&p\\_format=0&p\\_decsep=%2C](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=12&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=29930&p_uka=1%2C3%2C5&p_strid=ACL&p_od=199603&p_do=201909&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C)
- [3] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýzy podnikové sféry*. [online]. MPO. [28. 3. 2020]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/cz/rozcestnik/analyticke-materialy-a-statistiky/analyticke-materialy/>
- [4] MINISTERSTVO SPRÁVEDLNOSTI ČESKÉ REPUBLIKY: *Veřejný rejstřík a Sbírka listin* [online]. MŠCR [5. 2. 2020]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/rejstrik>

## Seznam zkratek

A	aktiva
APM	arbitrážní model oceňování
c	kuponová sazba
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CF	cash flow
CFROI	cash flow z investic
ČPK	čistý pracovní kapitál
DO	doba obratu
E	vlastní kapitál
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBITDA	zisk před zdaněním, úroky a odpisy
EPS	čistý zisk na akcii
EVA	ekonomická přidaná hodnota
IRR	vnitřní výnosové procento
MPO	ministerstvo průmyslu a obchodu
MVA	tržní přidaná hodnota
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
NPV	čistá současná hodnota
NV	nominální hodnota
P	pasiva
Re	náklady na vlastní kapitál
ROA	rentabilita aktiv
ROC	rentabilita nákladů
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
t	sazba daně
T	doba do splatnosti
TSR	tržní výnos akciového kapitálu
UM	úroková míra
WACC	průměrné náklady kapitálu



Prohlašuji, že

- jsem byl seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 27. 4. 2020



Bc. Marek Centek

## Seznam příloh

Příloha č. 1 Rozvaha společnosti TONAK 2014 až 2018 (v tis. Kč)

Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti TONAK 2014 až 2018 (v tis. Kč)

Příloha č. 3 Výkaz Cash-flow společnosti TONAK 2014 až 2018 (v tis. Kč)

Příloha č. 4 Horizontální analýza rozvahy – položky aktiv

Příloha č. 5 Horizontální analýza rozvahy – položky pasiv

Příloha č. 6 Horizontální analýza VZZ

Příloha č. 7 Vertikální analýza rozvahy – položky aktiv

Příloha č. 8 Vertikální analýza rozvahy – položky pasiv

Příloha č. 9 Vertikální analýza VZZ

Příloha č. 10 Indexy IN

Příloha č. 11 Schéma pyramidového rozkladu ukazatele EVA

Příloha č. 12 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2014/2015 – Funkcionální metoda

Příloha č. 13 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2015/2016 – Funkcionální metoda

Příloha č. 14 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2016/2017 – Funkcionální metoda

Příloha č. 15 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2017/2018 – Funkcionální metoda

Příloha č. 16 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2014/2015 – Integrální metoda

Příloha č. 17 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2015/2016 – Integrální metoda

Příloha č. 18 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2016/2017 – Integrální metoda

Příloha č. 19 Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2017/2018 – Integrální metoda

**Příloha č. 1** Rozvaha společnosti TONAK 2014 až 2018 (v tis. Kč)

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>AKTIVA CELKEM</b>	449 583	406 790	381 217	420 165	428 458
<b>STÁLÁ AKTIVA</b>	<b>180 129</b>	<b>177 812</b>	<b>163 004</b>	<b>154 183</b>	<b>155 389</b>
Dlouhodobý nehmotný majetek	6 364	5 374	5 923	5 888	8 854
Nehmotné výsledky vývoje	3 421	3 256	2 895	2 534	2 174
Ocenitelná práva	2 359	979	994	764	1 249
Software	1 184	0	153	128	819
Ostatní ocenitelná práva	1 175	979	841	636	430
Poskytnuté zálohy na DNM+nedok. DNM	584	1 139	2 034	2 590	5 431
Poskytnuté zálohy na DNM	0	0	0	267	0
Nedokončený DNM	584	1 139	2 034	2 323	5 431
Dlouhodobý hmotný majetek	173 765	172 438	157 081	148 295	146 535
Pozemky a stavby	130 563	131 736	119 848	114 548	109 473
Pozemky	7 790	7 790	6 439	6 439	6 439
Stavby	122 773	123 946	113 409	108 109	103 034
Hmotné movité věci a jejich soubory	24 292	37 899	34 128	31 379	31 411
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	164	164	164	164	164
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	164	164	164	164	164
Poskytnuté zálohy na DHM+nedok. DHM	19 037	2 725	2 941	2 204	5 487
Poskytnuté zálohy na DHM	6 240	0	0	242	0
Nedokončený DHM	12 797	2 725	2 941	1 962	5 487
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>267 229</b>	<b>227 347</b>	<b>217 064</b>	<b>265 117</b>	<b>272 498</b>
Zásoby	189 693	185 059	170 089	169 925	197 744
Materiál	43 947	39 833	32 200	24 015	48 706
Nedokončená výroba a polotovary	86 675	80 627	77 795	90 179	99 279
Výrobky a zboží	59 071	64 599	60 094	55 731	49 510
Výrobky	57 683	62 968	58 070	53 793	47 003
Zboží	1 388	1 631	2 024	1 938	2 507
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0	0		249
Pohledávky	68 363	35 957	44 947	70 521	65 282
<u>Dlouhodobé pohledávky</u>	0	0	0	9 742	0
Pohledávky ostatní	0	0	0	9 742	0
Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
<u>Krátkodobé pohledávky</u>	68 363	35 957	44 947	60 779	65 282
Pohledávky z obchodních vztahů	67 362	34 357	41 937	48 435	56 785
Pohledávky-ostatní	1 001	1 600	3 010	12 344	8 497
Stát-daňové pohledávky	0	294	1 705	349	2 347
Krátkodobé poskytnuté zálohy	248	1 076	1 265	1 592	1 388
Jiné pohledávky	526	18	40	10 403	4 762
Peněžní prostředky	9 173	6 331	2 028	24 671	9 472
Peněžní prostředky v pohledně	748	833	545	906	603
Peněžní prostředky na účtech	8 425	5 498	1 483	23 765	8 869
Časové rozlišení aktiv	2 225	1 631	1 149	865	571
Náklady příštích období	2 225	1 631	1 149	865	571

	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASIVA CELKEM</b>	449 583	406 790	381 217	420 165	428 458
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	181 896	160 713	165 963	188 711	170 382
Základní kapitál	192 917	192 917	192 917	192 917	192 917
Základní kapitál	192 917	192 917	192 917	192 917	192 917
Ážio a kapitálové fondy	139	0	0	14 487	-4 577
Kapitálové fondy	139	0	0	14 487	-4 577
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0	0	0	14 487	-4 577
Fondy ze zisku	1 527	1 786	1 786	2 048	2 462
Ostatní rezervní fondy	1527	1786	1 786	2 048	2 462
VH min období	-17 871	-12 807	-33 990	-29 003	-21 155
Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta min. let	-17871	-12 807	-33 990	-29 003	-21 155
VH BÚO	5 184	-21 183	5 250	8 262	735
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	261 971	240 578	209 690	225 541	253 136
Rezervy	4 293	4 200	6 331	7 397	2 789
Ostatní rezervy	4 293	4 200	6 331	7 397	2 789
Závazky	257 678	236 378	203 359	218 144	250 347
<u>Dlouhodobé závazky</u>	11 545	12 546	21 366	14 500	17 503
Závazky k úvěrovým institucím	11 545	12 500	20 500	14 500	10 221
Závazky ostatní	0	46	866	0	7 282
Jiné závazky	0	46	866	0	7 282
<u>Krátkodobé závazky</u>	246 133	223 832	181 993	203 644	232 844
Závazky k úvěrovým institucím	145 722	166 105	135 352	140 202	158 100
Krátkodobé přijaté zálohy	3 615	3 178	7 445	1 735	7 916
Závazky z obchodních vztahů	82 397	37 869	24 041	45 372	51 979
Závazky ostatní	14 399	16 680	15 155	16 335	14 849
Závazky k zaměstnancům	8 314	8 136	8 214	8 551	8 118
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	4 229	4 342	4 172	4 356	4 336
Stát-daňové závazky a dotace	1 584	697	758	812	675
Dohadné účty pasivní	272	3 505	1 869	2 616	1 720
Časové rozlišení pasiv	5 716	5 499	5 564	5 913	4 940
Výdaje příštích období	5 682	5 499	5 564	5 382	4 940
Výnosy příštích období	34	0	0	531	0

**Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztráty společnosti TONAK 2014 až 2018 (v tis. Kč)**

	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	432 661	390 171	411 484	404 312	399 220
<b>Tržby za prodej zboží</b>	14 804	24 602	10 456	14 096	18 246
<b>Výkonová spotřeba</b>	284 335	256 151	232 563	240 313	246 947
<b>Náklady vynaložené na prodané zboží</b>	7 689	18 188	5 078	5 611	6 708
<b>Spotřeba materiálu a energie</b>	233 682	190 576	184 800	183 163	182 408
<b>Služby</b>	42 964	47 387	42 685	51 539	57 831
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	-14 575	204	1 353	-12 261	-304
<b>Aktivace</b>	-4 921	-3 878	-4 508	-3 743	-6 456
<b>Přidaná hodnota</b>	163 130	158 622	189 377	178 095	170 519
<b>Osobní náklady</b>	159 712	159 629	157 009	166 033	168 134
<b>Mzdové náklady</b>	117 072	117 090	115 266	121 779	123 328
<b>Náklady na soc. zabez., zdrav. poj. a ostatní náklady</b>	42 640	42 539	41 743	44 254	44 806
<b>Náklady na sociální zab. a zdrav. poj.</b>	38 779	38 973	38 166	40 461	41 102
<b>Ostatní náklady</b>	3 861	3 566	3 577	3 793	3 704
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	13 051	17 262	20 858	18 138	10 092
<b>Úpravy hodnot DNaHM</b>	15 187	14 505	13 731	13 695	13 607
<b>Úpravy hodnot DNaHM-trvalé</b>	15 187	14 505	13 731	13 695	13 607
<b>Úpravy hodnot zásob</b>	-1 190	1 645	6 740	4 064	-3 134
<b>Úpravy hodnot pohledávek</b>	-946	1 112	387	379	-381
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	2 332	3 574	9 880	1 963	3 541
<b>Tržby z prodaného dlouhodobého majetku</b>	0	369	8 510	81	0
<b>Tržby z prodaného materiálu</b>	433	322	584	458	681
<b>Jiné provozní výnosy</b>	1 899	2 883	786	1 424	2 860
<b>Ostatní provozní náklady</b>	3 794	4 547	11 584	5 193	-621
<b>Prodaný materiál</b>	159	555	5 832	188	295
<b>Daně a poplatky</b>	700	739	687	828	695
<b>Rezervy v provozní oblasti a komplexní nákl. Př. Obd.</b>	0	0	2 331	1 067	-4 608
<b>Jiné provozní náklady</b>	2 935	3 253	2 734	3 110	2 997
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	8 401	-15 568	12 961	6 698	3 215
<b>Nákladové úroky a podobné náklady</b>	4 646	5 548	5 695	5 550	6 160
<b>Ostatní nákladové úroky a podobné náklady</b>	4 646	5 548	5 695	5 550	6 160
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	6 788	5 111	5 033	15 093	15 114
<b>Ostatní finanční náklady</b>	5 359	5 271	7 249	7 979	11 434
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	-3 217	-5 615	-7 711	1 564	-2 480
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	5 184	-21 183	5 250	8 262	735
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	5 184	-21 183	5 250	8 262	735
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	5 184	-21 183	5 250	8 262	735
<b>Čistý obrát za účetní období</b>	456 585	423 458	436 853	435 464	436 121

**Příloha č. 3 Výkaz Cash-flow společnosti TONAK 2014 až 2018 (v tis. Kč)**

Cash flow	2014	2015	2016	2017	2018
Stav peněžních prostředků na začátku úč. Období	16 496	9 173	6 331	2 028	24 671
Peněžní toky z provozní činnosti					
Účetní zisk nebo ztráta	5 184	-21 183	5 250	8 262	735
Úpravy o nepeněžní operace	18 647	23 681	25 905	24 704	12 342
Odpisy stálých aktiv a umořování OP k majetku	15 187	14 505	13 731	13 695	13 607
Změna stavu OP, rezerv	-2 136	2 664	9 257	5 509	-8 122
Zisk z prodeje stálých aktiv	0	73	-2 844	-81	0
Výnosy z podílů na zisku	0	0	0	0	0
Vyúčtované nákladové úroky	4 646	5 548	5 695	5 550	6 160
Případné úpravy o ostatní nepeněžní operace	950	891	66	31	697
Čistý peněžní tok z provozní činnosti (před zdaněním a změnami pracovního kapitálu)	23 831	2 498	31 155	32 966	13 077
Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-19 360	-8 872	-11 751	6 775	-9 140
Změna stavu pohledávek z prov. čin.	-10 053	31 041	-8 691	-25 700	5 217
Změna stavu krátkodobých závazků z prov. čin.	19 999	-42 901	-11 021	36 375	10 329
Změna stavu zásob	-29 306	2 988	8 231	-3 900	-24 686
Změna stavu KFM nespádajícího do peněžních ekvivalentů	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním	4 471	-6 374	19 404	39 741	3 937
Vyplacené úroky s výjimkou úroků zahrnovaných do ocenění dlouhodobého majetku	-4 646	-5 548	-5 695	-5 550	-6 160
Přijaté úroky	0	0	0	0	0
Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně za minulá období	0	0	0	0	0
Přijaté podíly na zisku	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z provozní činnosti	-175	-11 922	13 709	34 191	-2 223
Peněžní toky z investiční činnosti					
Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-25 172	-12 673	-4 589	-9 613	-33 877
Příjmy z prodeje stálých aktiv	0	0	8 510	81	0
Zápůjčky a úvěry spřízněným osobám	0	369	0	0	0
Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-25 172	-12 304	3 921	-9 532	-33 877
Peněžní toky z finanční činnosti					
Změna stavu dlouhodobých a krátkodobých závazků	18 024	21 384	-21 933	-2 016	20 901
Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty	0	0	0	0	0
Přijaté platby na vrub fondů	0	0	0	0	0
Vyplacené podíly na zisku včetně zaplacené daně	0	0	0	0	0
Čistý peněžní tok z finanční činnosti	18 024	21 384	-21 933	-2 016	20 901
ČISTÉ ZVÝŠENÍ/SNÍŽENÍ PENĚŽNÍCH PROSTŘEDKŮ	-7 323	-2 842	-4 303	22 643	-15 199
Konečný stav peněžních prostředků	9 173	6 331	2 028	24 671	9 472

**Příloha č. 4 Horizontální analýza rozvahy – položky aktiv**

Položka	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna
<b>AKTIVA CELKEM</b>	-42 793	-9,52%	-25 573	-6,29%	38 948	10,22%	8 293	1,97%
<b>STÁLÁ AKTIVA</b>	-2 317	-1,29%	-14 808	-8,33%	-8 821	-5,41%	1 206	0,78%
Dlouhodobý nehmotný majetek	-990	-15,56%	549	10,22%	-35	-0,59%	2 966	50,37%
Nehmotné výsledky vývoje	-165	-4,82%	-361	-11,09%	-361	-12,47%	-360	-14,21%
Ocenitelná práva	-1 380	-58,50%	15	1,53%	-230	-23,14%	485	63,48%
Software	-1 184	-100,00%	153	0,00%	-25	-16,34%	691	539,84%
Ostatní ocenitelná práva	-196	-16,68%	-138	-14,10%	-205	-24,38%	-206	-32,39%
Poskytnuté zálohy na DNM+nedok. DNM	555	95,03%	895	78,58%	556	27,34%	2 841	109,69%
Poskytnuté zálohy na DNM	0	0,00%	0	-	267	-	-267	-100,00%
Nedokončený DNM	555	95,03%	895	78,58%	289	14,21%	3 108	133,79%
Dlouhodobý hmotný majetek	-1 327	-0,76%	-15 357	-8,91%	-8 786	-5,59%	-1 760	-1,19%
Pozemky a stavby	1 173	0,90%	-11 888	-9,02%	-5 300	-4,42%	-5 075	-4,43%
Pozemky	0	0,00%	-1 351	-17,34%	0	0,00%	0	0,00%
Stavby	1 173	0,96%	-10 537	-8,50%	-5 300	-4,67%	-5 075	-4,69%
Hmotné movité věci a jejich soubory	13 607	56,01%	-3 771	-9,95%	-2 749	-8,05%	32	0,10%
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0	-	0	-	0	0,00%	0	0,00%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0	-	0	-	0	0,00%	0	0,00%
Poskytnuté zálohy na DHM+nedok. DHM	-16 312	-85,69%	216	7,93%	-737	-25,06%	3 283	148,96%
Poskytnuté zálohy na DHM	-6 240	-100,00%	0	0,00%	242	-	-242	-100,00%
Nedokončený DHM	-10 072	-78,71%	216	7,93%	-979	-33,29%	3 525	179,66%
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	-39 882	-14,92%	-10 283	-4,52%	48 053	22,14%	7 381	2,78%
Zásoby	-4 634	-2,44%	-14 970	-8,09%	-164	-0,10%	27 819	16,37%
Materiál	-4 114	-9,36%	-7 633	-19,16%	-8 185	-25,42%	24 691	102,81%
Nedokončená výroba a polotovary	-6 048	-6,98%	-2 832	-3,51%	12 384	15,92%	9 100	10,09%
Výrobky a zboží	5 528	9,36%	-4 505	-6,97%	-4 363	-7,26%	-6 221	-11,16%
Výrobky	5 285	9,16%	-4 898	-7,78%	-4 277	-7,37%	-6 790	-12,62%
Zboží	243	17,51%	393	24,10%	-86	-4,25%	569	29,36%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0	0,00%	0	0,00%	0	-	249	-
Pohledávky	-32 406	-47,40%	8 990	25,00%	25 574	56,90%	-5 239	-7,43%

Položka	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna
<b><u>Dlouhodobé pohledávky</u></b>	0	-	0	-	9 742	-	-9 742	-100,00%
Pohledávky ostatní	0	-	0	-	9 742	-	-9 742	-100,00%
Jiné pohledávky	0	-	0	-	0	-	0	-
<b><u>Krátkodobé pohledávky</u></b>	-32 406	-47,40%	8 990	25,00%	15 832	35,22%	4 503	7,41%
Pohledávky z obchodních vztahů	-33 005	-49,00%	7 580	22,06%	6 498	15,49%	8 350	17,24%
Pohledávky-ostatní	599	59,84%	1 410	88,13%	9 334	310,10%	-3 847	-31,16%
Stát-daňové pohledávky	294	0,00%	1 411	479,93%	-1 356	-79,53%	1 998	572,49%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	828	333,87%	189	17,57%	327	25,85%	-204	-12,81%
Jiné pohledávky	-508	-96,58%	22	122,22%	10 363	25907,50%	-5 641	-54,22%
<b>Peněžní prostředky</b>	-2 842	-30,98%	-4 303	-67,97%	22 643	1116,52%	-15 199	-61,61%
<b>Peněžní prostředky v pohledně</b>	85	11,36%	-288	-34,57%	361	66,24%	-303	-33,44%
<b>Peněžní prostředky na účtech</b>	-2 927	-34,74%	-4 015	-73,03%	22 282	1502,49%	-14 896	-62,68%
<b>Časové rozlišení aktiv</b>	-594	-26,70%	-482	-29,55%	-284	-24,72%	-294	-33,99%
<b>Náklady příštích období</b>	-594	-26,70%	-482	-29,55%	-284	-24,72%	-294	-33,99%



**Příloha č. 5 Horizontální analýza rozvahy – položky pasiv**

	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna
<b>PASIVA CELKEM</b>	-42 793	-9,52%	-25 573	-6,29%	38 948	10,22%	8 293	1,97%
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	-21 183	-11,65%	5 250	3,27%	22 748	13,71%	-18 329	-9,71%
<b>Základní kapitál</b>	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Základní kapitál</b>	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Ážio a kapitálové fondy</b>	-139	-100,00%	0	-	14 487	-	-19 064	-131,59%
<b>Kapitálové fondy</b>	-139	-100,00%	0	-	14 487	-	-19 064	-131,59%
<b>Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků</b>	0	0,00%	0	-	14 487	-	-19 064	-131,59%
<b>Fondy ze zisku</b>	259	16,96%	0	-	262	14,67%	414	20,21%
<b>Ostatní rezervní fondy</b>	259	16,96%	0	-	262	14,67%	414	20,21%
<b>VH min období</b>	5 064	-28,34%	-21 183	165,40%	4 987	-14,67%	7 848	-27,06%
<b>Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta min. let</b>	5 064	-28,34%	-21 183	165,40%	4 987	-14,67%	7 848	-27,06%
<b>VH BÚO</b>	-26 367	-508,62%	26 433	-124,78%	3 012	57,37%	-7 527	-91,10%
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	-21 393	-8,17%	-30 888	-12,84%	15 851	7,56%	27 595	12,24%
<b>Rezervy</b>	-93	-2,17%	2 131	50,74%	1 066	16,84%	-4 608	-62,30%
<b>Ostatní rezervy</b>	-93	-2,17%	2 131	50,74%	1 066	16,84%	-4 608	-62,30%
<b>Závazky</b>	-21 300	-8,27%	-33 019	-13,97%	14 785	7,27%	32 203	14,76%
<b><u>Dlouhodobé závazky</u></b>	1 001	8,67%	8 820	70,30%	-6 866	-32,14%	3 003	20,71%
<b>Závazky k úvěrovým institucím</b>	955	8,27%	8 000	64,00%	-6 000	-29,27%	-4 279	-29,51%
<b>Závazky ostatní</b>	46	0,00%	820	1782,61%	-866	-100,00%	7 282	-
<b>Jiné závazky</b>	46	0,00%	820	1782,61%	-866	-100,00%	7 282	-
<b><u>Krátkodobé závazky</u></b>	-22 301	-9,06%	-41 839	-18,69%	21 651	11,90%	29 200	14,34%
<b>Závazky k úvěrovým institucím</b>	20 383	13,99%	-30 753	-18,51%	4 850	3,58%	17 898	12,77%
<b>Krátkodobé přijaté zálohy</b>	-437	-12,09%	4 267	134,27%	-5 710	-76,70%	6 181	356,25%
<b>Závazky z obchodních vztahů</b>	-44 528	-54,04%	-13 828	-36,52%	21 331	88,73%	6 607	14,56%
<b>Závazky ostatní</b>	2 281	15,84%	-1 525	-9,14%	1 180	7,79%	-1 486	-9,10%
<b>Závazky k zaměstnancům</b>	-178	-2,14%	78	0,96%	337	4,10%	-433	-5,06%
<b>Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění</b>	113	2,67%	-170	-3,92%	184	4,41%	-20	-0,46%
<b>Stát - daňové závazky a dotace</b>	-887	-56,00%	61	8,75%	54	7,12%	-137	-16,87%
<b>Dohadné účty pasivní</b>	3 233	1188,60%	-1 636	-46,68%	747	39,97%	-896	-34,25%
<b>Časové rozlišení pasiv</b>	-217	-3,80%	65	1,18%	349	6,27%	-973	-16,46%
<b>Výdaje příštích období</b>	-183	-3,22%	65	1,18%	-182	-3,27%	-442	-8,21%
<b>Výnosy příštích období</b>	-34	-100,00%	0	-	531	-	-531	-100,00%

## Příloha č.6 – Horizontální analýza VZZ

Položky	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	-42 490	-9,82%	21 313	5,46%	-7 172	-1,74%	-5 092	-1,26%
Tržby za prodej zboží	9 798	66,18%	-14 146	-57,50%	3 640	34,81%	4 150	29,44%
Výkonová spotřeba	-28 184	-9,91%	-23 588	-9,21%	7 750	3,33%	6 634	2,76%
Náklady vynaložené na prodané zboží	10 499	136,55%	-13 110	-72,08%	533	10,50%	1 097	19,55%
Spotřeba materiálu a energie	-43 106	-18,45%	-5 776	-3,03%	-1 637	-0,89%	-755	-0,41%
Služby	4 423	10,29%	-4 702	-9,92%	8 854	20,74%	6 292	12,21%
Změna stavu zásob vlastní činnosti	14 779	-101,40%	1 149	563,24%	-13 614	-1006,21%	11 957	-97,52%
Aktivace	1 043	-21,19%	-630	16,25%	765	-16,97%	-2 713	72,48%
Přidaná hodnota	-4 508	-2,76%	30 755	19,39%	-11 282	-5,96%	-7 576	-4,25%
Osobní náklady	-83	-0,05%	-2 620	-1,64%	9 024	5,75%	2 101	1,27%
Mzdové náklady	18	0,02%	-1 824	-1,56%	6 513	5,65%	1 549	1,27%
Náklady na soc. zabez., zdrav. poj. a ostatní náklady	-101	-0,24%	-796	-1,87%	2 511	6,02%	552	1,25%
Náklady na sociální zab. A zdravot. Poj.	194	0,50%	-807	-2,07%	2 295	6,01%	641	1,58%
Ostatní náklady	-295	-7,64%	11	0,31%	216	6,04%	-89	-2,35%
Úpravy hodnot v provozní oblasti	4 211	32,27%	3 596	20,83%	-2 720	-13,04%	-8 046	-44,36%
Úpravy hodnot DNaHM	-682	-4,49%	-774	-5,34%	-36	-0,26%	-88	-0,64%
Úpravy hodnot DNaHM - trvalé	-682	-4,49%	-774	-5,34%	-36	-0,26%	-88	-0,64%
Úpravy hodnot zásob	2 835	-238,24%	5 095	309,73%	-2 676	-39,70%	-7 198	-177,12%
Úpravy hodnot pohledávek	2 058	-217,55%	-725	-65,20%	-8	-2,07%	-760	-200,53%
Ostatní provozní výnosy	1 242	53,26%	6 306	176,44%	-7 917	-80,13%	1 578	80,39%
Tržby z prodaného dlouhodobého majetku	369	0,00%	8 141	2206,23%	-8 429	-99,05%	-81	-100,00%
Tržby z prodaného materiálu	-111	-25,64%	262	81,37%	-126	-21,58%	223	48,69%
Jiné provozní výnosy	984	51,82%	-2 097	-72,74%	638	81,17%	1 436	100,84%
Ostatní provozní náklady	753	19,85%	7 037	154,76%	-6 391	-55,17%	-5 814	-111,96%
Prodaný materiál	396	249,06%	5 277	950,81%	-5 644	-96,78%	107	56,91%
Daně a poplatky	39	5,57%	-52	-7,04%	141	20,52%	-133	-16,06%
Rezervy v provozní oblasti a komplexní nákl. Př. Obd.	0	0,00%	2 331	-	-1 264	-54,23%	-5 675	-531,87%
Jiné provozní náklady	318	10,83%	-519	-15,95%	376	13,75%	-113	-3,63%

	2014-2015		2015-2016		2016-2017		2017-2018	
	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna	Absolutní změna (v tis. Kč)	Relativní změna
<b>Položky</b>								
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	-23 969	-285,31%	28 529	-183,25%	-6 263	-48,32%	-3 483	-52,00%
<b>Nákladové úroky a podobné náklady</b>	902	19,41%	147	2,65%	-145	-2,55%	610	10,99%
<b>Ostatní nákladové úroky a podobné náklady</b>	902	19,41%	147	2,65%	-145	-2,55%	610	10,99%
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	-1 677	-24,71%	-78	-1,53%	10 060	199,88%	21	0,14%
<b>Ostatní finanční náklady</b>	-88	-1,64%	1 978	37,53%	730	10,07%	3 455	43,30%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	-2 398	74,54%	-2 096	37,33%	9 275	-120,28%	-4 044	-258,57%
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	-26 367	-508,62%	26 433	-124,78%	3 012	57,37%	-7 527	-91,10%
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	-26 367	-508,62%	26 433	-124,78%	3 012	57,37%	-7 527	-91,10%
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	-26 367	-508,62%	26 433	-124,78%	3 012	57,37%	-7 527	-91,10%
<b>Čistý obrát za účetní období</b>	-33 127	-7,26%	13 395	3,16%	-1 389	-0,32%	657	0,15%

**Příloha č.7 – Vertikální analýza rozvahy – položky aktiv**

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
<b>AKTIVA CELKEM</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>STÁLÁ AKTIVA</b>	40,07%	43,71%	42,76%	36,70%	36,27%
Dlouhodobý nehmotný majetek	1,42%	1,32%	1,55%	1,40%	2,07%
Nehmotné výsledky vývoje	0,76%	0,80%	0,76%	0,60%	0,51%
Ocenitelná práva	0,52%	0,24%	0,26%	0,18%	0,29%
Software	0,26%	0,00%	0,04%	0,03%	0,19%
Ostatní ocenitelná práva	0,26%	0,24%	0,22%	0,15%	0,10%
Poskytnuté zálohy na DNM+nedok. DNM	0,13%	0,28%	0,53%	0,62%	1,27%
Poskytnuté zálohy na DNM	0,00%	0,00%	0,00%	0,06%	0,00%
Nedokončený DNM	0,13%	0,28%	0,53%	0,55%	1,27%
Dlouhodobý hmotný majetek	38,65%	42,39%	41,21%	35,29%	34,20%
Pozemky a stavby	29,04%	32,38%	31,44%	27,26%	25,55%
Pozemky	1,73%	1,91%	1,69%	1,53%	1,50%
Stavby	27,31%	30,47%	29,75%	25,73%	24,05%
Hmotné movité věci a jejich soubory	5,40%	9,32%	8,95%	7,47%	7,33%
Ostatní dlouhodobý hmotný majetek	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%	0,04%
Poskytnuté zálohy na DHM+nedok. DHM	4,23%	0,67%	0,77%	0,52%	1,28%
Poskytnuté zálohy na DHM	1,39%	0,00%	0,00%	0,06%	0,00%
Nedokončený DHM	2,85%	0,67%	0,77%	0,47%	1,28%
<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	59,44%	55,89%	56,94%	63,10%	63,60%
Zásoby	42,19%	45,49%	44,62%	40,44%	46,15%
Materiál	9,78%	9,79%	8,45%	5,72%	11,37%
Nedokončená výroba a polotovary	19,28%	19,82%	20,41%	21,46%	23,17%
Výrobky a zboží	13,14%	15,88%	15,76%	13,26%	11,56%
Výrobky	12,83%	15,48%	15,23%	12,80%	10,97%
Zboží	0,31%	0,40%	0,53%	0,46%	0,59%
Poskytnuté zálohy na zásoby	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,06%
Pohledávky	15,21%	8,84%	11,79%	16,78%	15,24%
<u>Dlouhodobé pohledávky</u>	0,00%	0,00%	0,00%	2,32%	0,00%
Pohledávky ostatní	0,00%	0,00%	0,00%	2,32%	0,00%
Jiné pohledávky	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<u>Krátkodobé pohledávky</u>	15,21%	8,84%	11,79%	14,47%	15,24%
Pohledávky z obchodních vztahů	14,98%	8,45%	11,00%	11,53%	13,25%
Pohledávky - ostatní	0,22%	0,39%	0,79%	2,94%	1,98%
Stát - daňové pohledávky	0,00%	0,07%	0,45%	0,08%	0,55%
Krátkodobé poskytnuté zálohy	0,06%	0,26%	0,33%	0,38%	0,32%
Jiné pohledávky	0,12%	0,00%	0,01%	2,48%	1,11%
Peněžní prostředky	2,04%	1,56%	0,53%	5,87%	2,21%
Peněžní prostředky v pohledně	0,17%	0,20%	0,14%	0,22%	0,14%
Peněžní prostředky na účtech	1,87%	1,35%	0,39%	5,66%	2,07%
Časové rozlišení aktiv	0,49%	0,40%	0,30%	0,21%	0,13%
Náklady příštích období	0,49%	0,40%	0,30%	0,21%	0,13%

**Příloha č. 8 – Vertikální analýza rozvahy – položky pasiv**

Položky	2014	2015	2016	2017	2018
<b>PASIVA CELKEM</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	40,46%	39,51%	43,54%	44,91%	39,77%
Základní kapitál	42,91%	47,42%	50,61%	45,91%	45,03%
Základní kapitál	42,91%	47,42%	50,61%	45,91%	45,03%
Ážio a kapitálové fondy	0,03%	0,00%	0,00%	3,45%	-1,07%
Kapitálové fondy	0,03%	0,00%	0,00%	3,45%	-1,07%
Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	0,00%	0,00%	0,00%	3,45%	-1,07%
Fondy ze zisku	0,34%	0,44%	0,47%	0,49%	0,57%
Ostatní rezervní fondy	0,34%	0,44%	0,47%	0,49%	0,57%
VH min. období	-3,98%	-3,15%	-8,92%	-6,90%	-4,94%
Nerozdělený zisk nebo neuhrazená ztráta min. let	-3,98%	-3,15%	-8,92%	-6,90%	-4,94%
<b>VH BÚO</b>	1,15%	-5,21%	1,38%	1,97%	0,17%
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	58,27%	59,14%	55,01%	53,68%	59,08%
Rezervy	0,95%	1,03%	1,66%	1,76%	0,65%
Ostatní rezervy	0,95%	1,03%	1,66%	1,76%	0,65%
Závazky	57,31%	58,11%	53,34%	51,92%	58,43%
<u>Dlouhodobé závazky</u>	2,57%	3,08%	5,60%	3,45%	4,09%
Závazky k úvěrovým institucím	2,57%	3,07%	5,38%	3,45%	2,39%
Závazky ostatní	0,00%	0,01%	0,23%	0,00%	1,70%
Jiné závazky	0,00%	0,01%	0,23%	0,00%	1,70%
<u>Krátkodobé závazky</u>	54,75%	55,02%	47,74%	48,47%	54,34%
Závazky k úvěrovým institucím	32,41%	40,83%	35,51%	33,37%	36,90%
Krátkodobé přijaté zálohy	0,80%	0,78%	1,95%	0,41%	1,85%
Závazky z obchodních vztahů	18,33%	9,31%	6,31%	10,80%	12,13%
Závazky ostatní	3,20%	4,10%	3,98%	3,89%	3,47%
Závazky k zaměstnancům	1,85%	2,00%	2,15%	2,04%	1,89%
Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	0,94%	1,07%	1,09%	1,04%	1,01%
Stát - daňové závazky a dotace	0,35%	0,17%	0,20%	0,19%	0,16%
Dohadné účty pasivní	0,06%	0,86%	0,49%	0,62%	0,40%
Časové rozlišení pasiv	1,27%	1,35%	1,46%	1,41%	1,15%
Výdaje příštích období	1,26%	1,35%	1,46%	1,28%	1,15%
Výnosy příštích období	0,01%	0,00%	0,00%	0,13%	0,00%

## Příloha č. 9 – Vertikální analýza VZZ

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Tržby z prodeje výrobků a služeb</b>	94,76%	92,14%	94,19%	92,85%	91,54%
<b>Tržby za prodej zboží</b>	3,24%	5,81%	2,39%	3,24%	4,18%
<b>Výkonová spotřeba</b>	62,27%	60,49%	53,24%	55,19%	56,62%
<b>Náklady vynaložené na prodané zboží</b>	1,68%	4,30%	1,16%	1,29%	1,54%
<b>Spotřeba materiálu a energie</b>	51,18%	45,00%	42,30%	42,06%	41,83%
<b>Služby</b>	9,41%	11,19%	9,77%	11,84%	13,26%
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	-3,19%	0,05%	0,31%	-2,82%	-0,07%
<b>Aktivace</b>	-1,08%	-0,92%	-1,03%	-0,86%	-1,48%
<b>Přidaná hodnota</b>	35,73%	37,46%	43,35%	40,90%	39,10%
<b>Osobní náklady</b>	34,98%	37,70%	35,94%	38,13%	38,55%
<b>Mzdové náklady</b>	25,64%	27,65%	26,39%	27,97%	28,28%
<b>Náklady na soc. zabez., zdrav. poj. a ostatní náklady</b>	9,34%	10,05%	9,56%	10,16%	10,27%
<b>Náklady na sociální zab. a zdrav. poj.</b>	8,49%	9,20%	8,74%	9,29%	9,42%
<b>Ostatní náklady</b>	0,85%	0,84%	0,82%	0,87%	0,85%
<b>Úpravy hodnot v provozní oblasti</b>	2,86%	4,08%	4,77%	4,17%	2,31%
<b>Úpravy hodnot DNaHM</b>	3,33%	3,43%	3,14%	3,14%	3,12%
<b>Úpravy hodnot DNaHM - trvalé</b>	3,33%	3,43%	3,14%	3,14%	3,12%
<b>Úpravy hodnot zásob</b>	-0,26%	0,39%	1,54%	0,93%	-0,72%
<b>Úpravy hodnot pohledávek</b>	-0,21%	0,26%	0,09%	0,09%	-0,09%
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	0,51%	0,84%	2,26%	0,45%	0,81%
<b>Tržby z prodaného dlouhodobého majetku</b>	0,00%	0,09%	1,95%	0,02%	0,00%
<b>Tržby z prodaného materiálu</b>	0,09%	0,08%	0,13%	0,11%	0,16%
<b>Jiné provozní výnosy</b>	0,42%	0,68%	0,18%	0,33%	0,66%
<b>Ostatní provozní náklady</b>	0,83%	1,07%	2,65%	1,19%	-0,14%
<b>Prodaný materiál</b>	0,03%	0,13%	1,34%	0,04%	0,07%
<b>Daně a poplatky</b>	0,15%	0,17%	0,16%	0,19%	0,16%
<b>Rezervy v provozní oblasti a komplexní nákl. př. obd.</b>	0,00%	0,00%	0,53%	0,25%	-1,06%
<b>Jiné provozní náklady</b>	0,64%	0,77%	0,63%	0,71%	0,69%
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	1,84%	-3,68%	2,97%	1,54%	0,74%
<b>Nákladové úroky a podobné náklady</b>	1,02%	1,31%	1,30%	1,27%	1,41%
<b>Ostatní nákladové úroky a podobné náklady</b>	1,02%	1,31%	1,30%	1,27%	1,41%
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	1,49%	1,21%	1,15%	3,47%	3,47%
<b>Ostatní finanční náklady</b>	1,17%	1,24%	1,66%	1,83%	2,62%
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	-0,70%	-1,33%	-1,77%	0,36%	-0,57%
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	1,14%	-5,00%	1,20%	1,90%	0,17%
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	1,14%	-5,00%	1,20%	1,90%	0,17%
<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	1,14%	-5,00%	1,20%	1,90%	0,17%
<b>Čistý obrat za účetní období</b>	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

**Příloha č. 10 – Indexy IN**

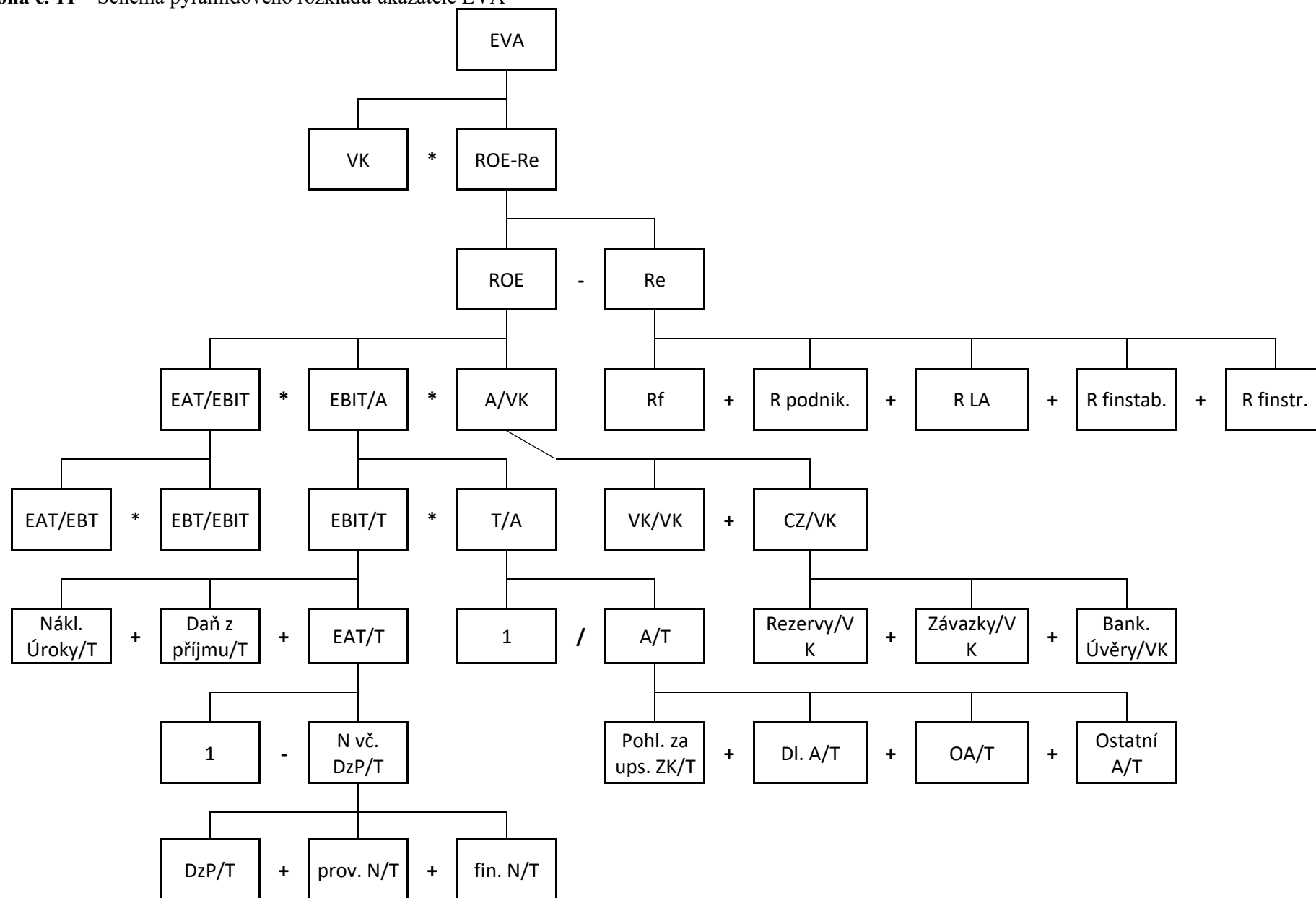
<b>Index IN95</b>	<b>váha</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>A/CZ</b>	0,24	1,716	1,691	1,818	1,863	1,693
<b>EBIT/úroky</b>	0,11	2,116	-2,818	1,922	2,489	1,119
<b>EBIT/aktiva</b>	7,61	0,022	-0,038	0,029	0,033	0,016
<b>Výnosy/aktiva</b>	0,48	0,995	1,020	1,107	0,996	0,974
<b>OA/(KZ+KBU)</b>	0,10	1,086	1,016	1,193	1,302	1,170
<b>ZPL/výnosy</b>	11,92	0,113	0,047	0,008	0,055	0,054
<b>IN95</b>		0,053	-0,161	1,425	0,929	0,588

<b>Index IN99</b>	<b>váha</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>A/CZ</b>	-0,017	1,716	1,691	1,818	1,863	1,693
<b>EBIT/aktiva</b>	4,573	0,022	-0,038	0,029	0,033	0,016
<b>Výnosy/aktiva</b>	0,481	0,995	1,020	1,107	0,996	0,974
<b>OA/(KZ+KBU)</b>	0,015	1,086	1,016	1,193	1,302	1,170
<b>IN99</b>		0,566	0,301	0,651	0,617	0,531

<b>Index IN01</b>	<b>váha</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>A/CZ</b>	0,13	1,716	1,691	1,818	1,863	1,693
<b>EBIT/úroky</b>	0,04	2,116	-2,818	1,922	2,489	1,119
<b>EBIT/aktiva</b>	3,92	0,022	-0,038	0,029	0,033	0,016
<b>Výnosy/aktiva</b>	0,21	0,995	1,020	1,107	0,996	0,974
<b>OA/(KZ+KBU)</b>	0,09	1,086	1,016	1,193	1,302	1,170
<b>IN01</b>		0,700	0,262	0,766	0,797	0,638

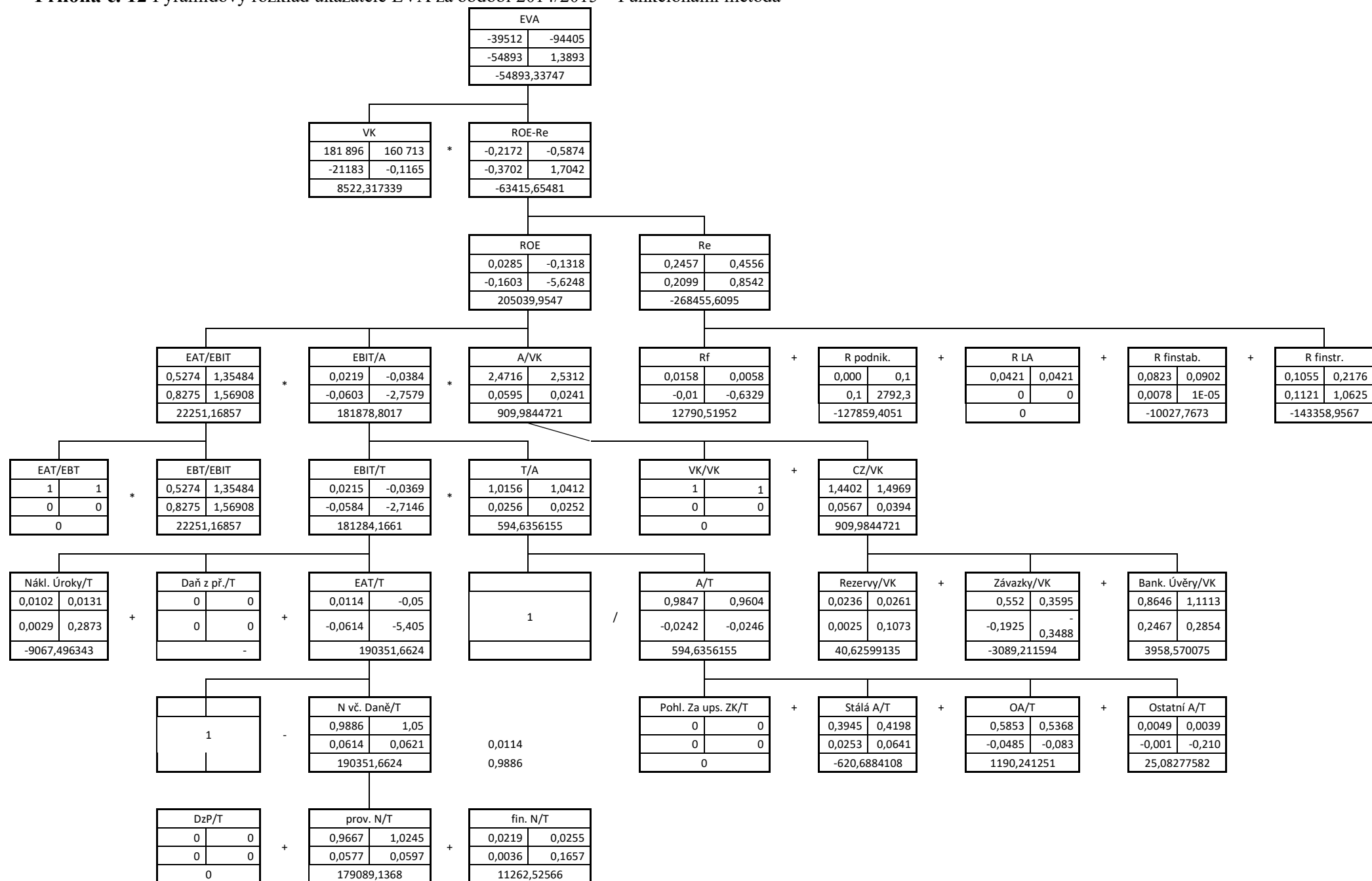
<b>Index IN05</b>	<b>váha</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>A/CZ</b>	0,13	1,716	1,691	1,818	1,863	1,693
<b>EBIT/úroky</b>	0,04	2,116	-2,818	1,922	2,489	1,119
<b>EBIT/aktiva</b>	3,97	0,022	-0,038	0,029	0,033	0,016
<b>Výnosy/aktiva</b>	0,21	0,995	1,020	1,107	0,996	0,974
<b>OA/(KZ+KBU)</b>	0,09	1,086	1,016	1,193	1,302	1,170
<b>IN05</b>		0,701	0,260	0,767	0,799	0,639

**Příloha č. 11** – Schéma pyramidového rozkladu ukazatele EVA

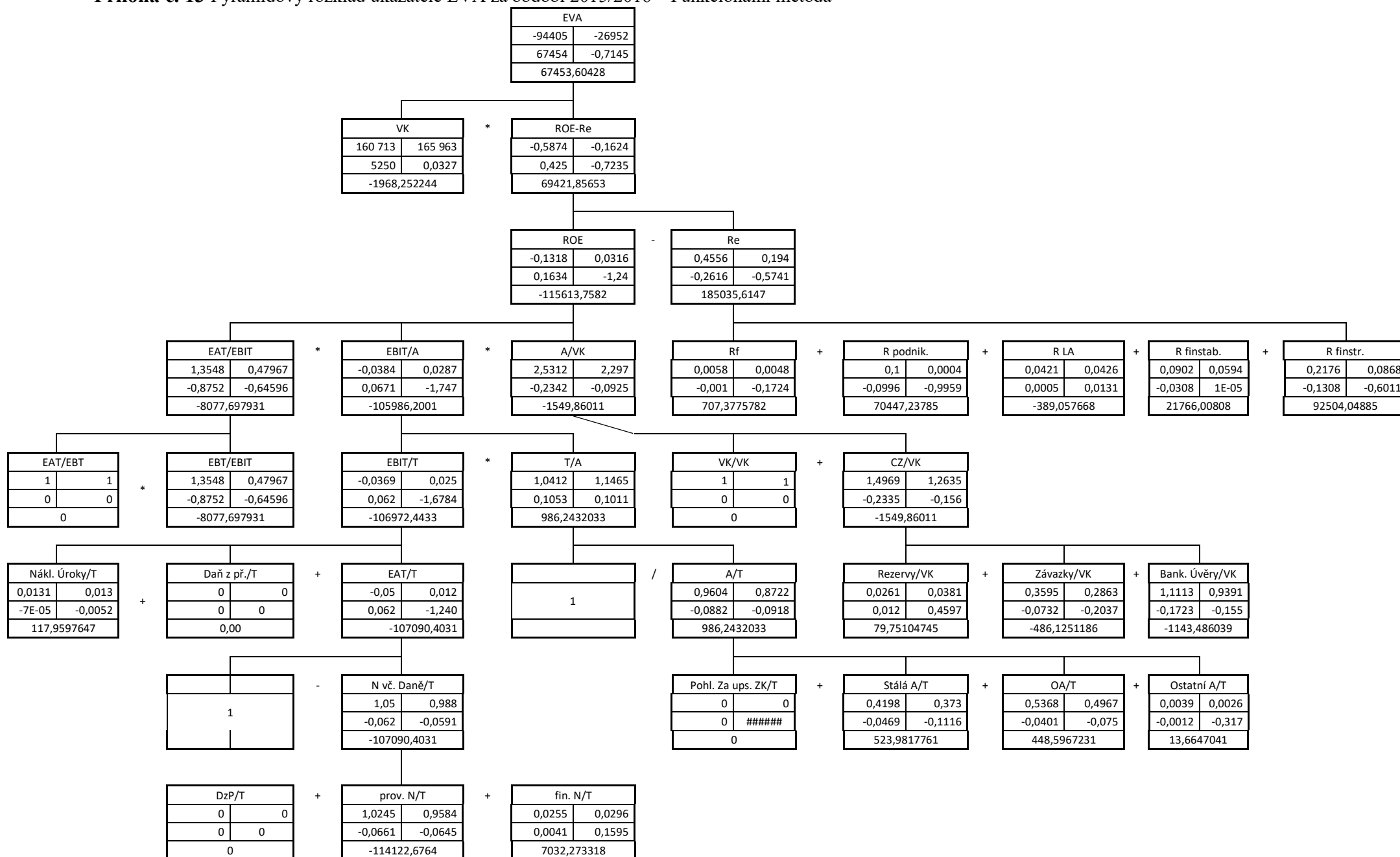




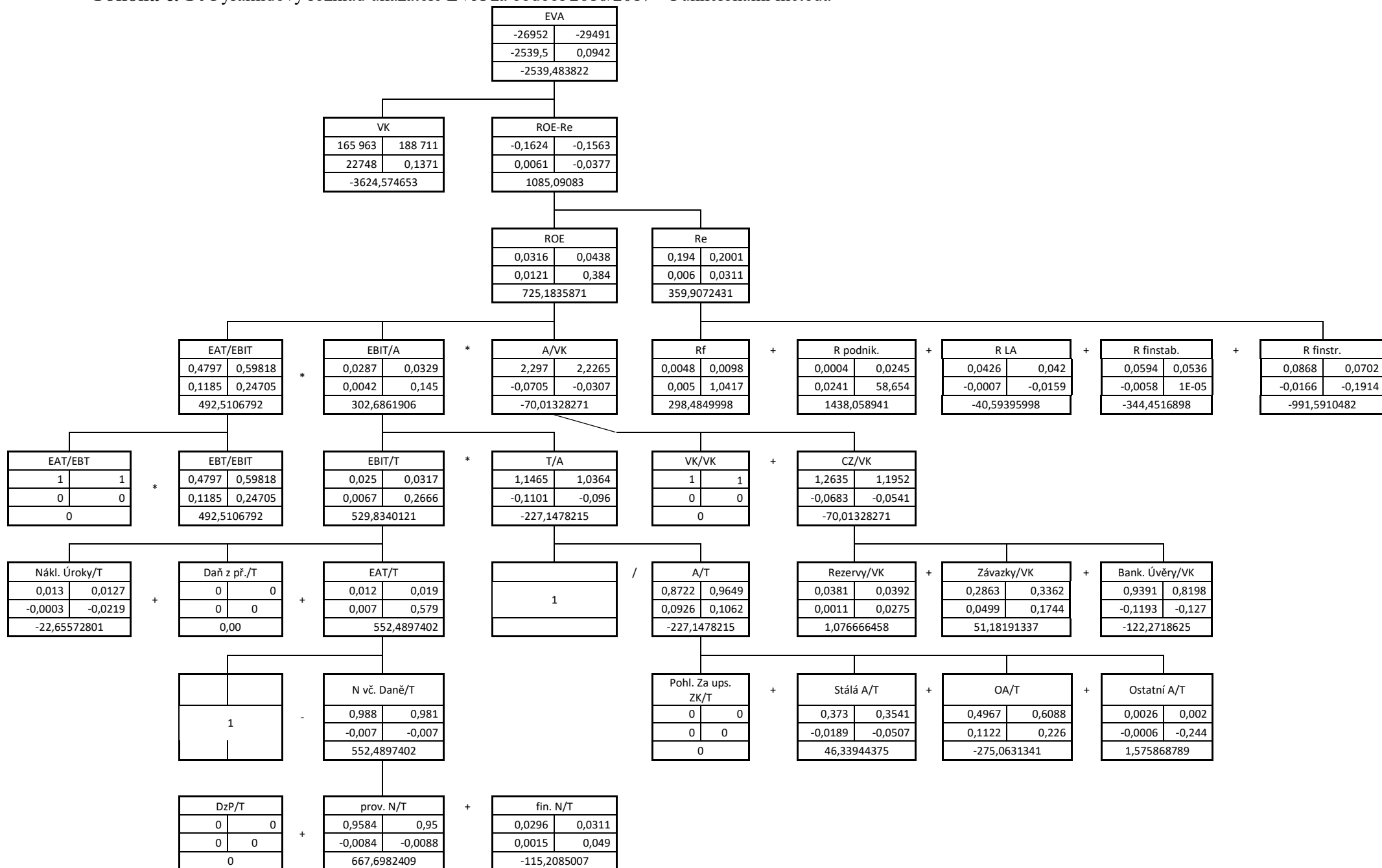
**Příloha č. 12** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2014/2015 – Funkcionální metoda



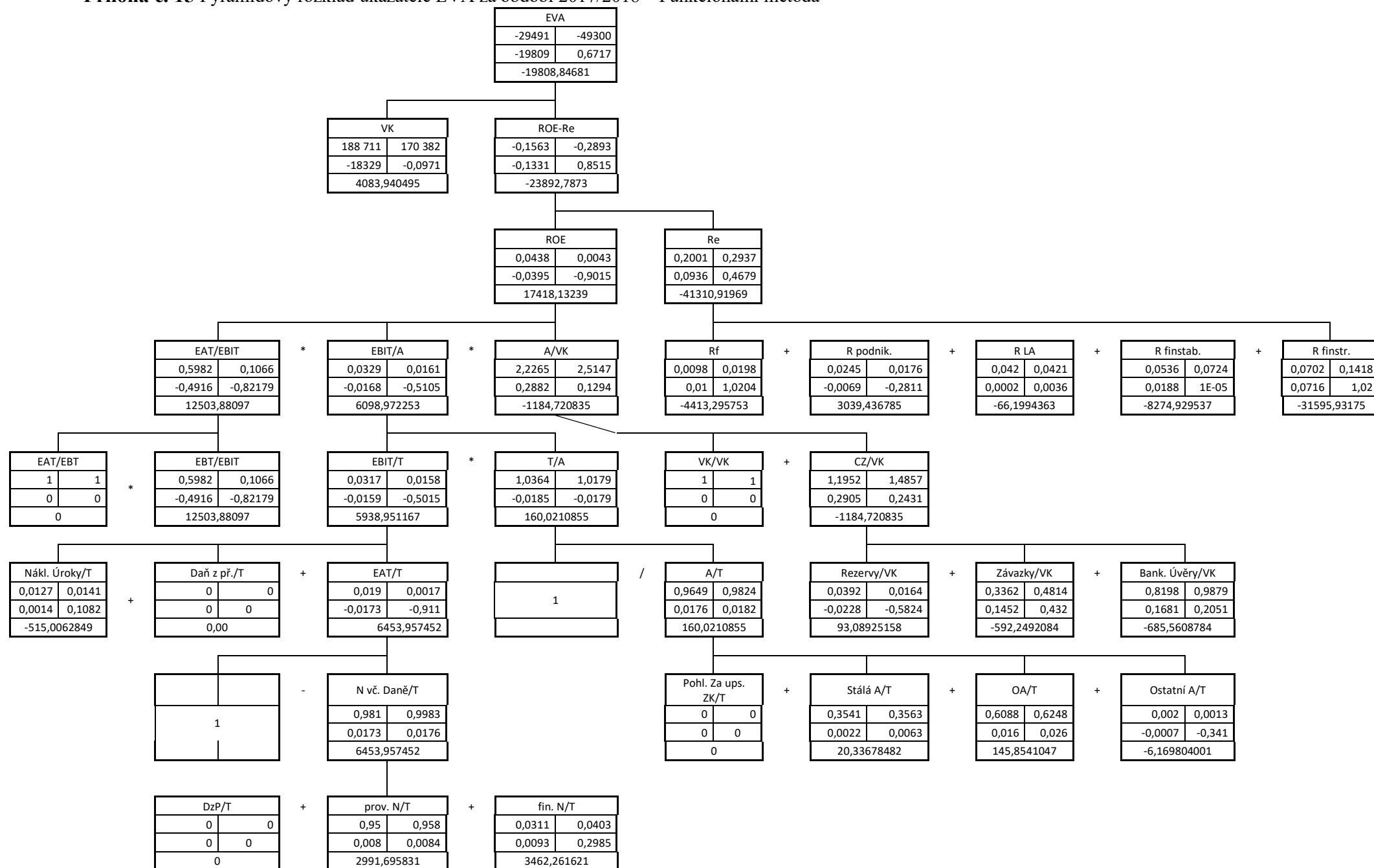
**Příloha č. 13** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2015/2016 – Funkcionální metoda



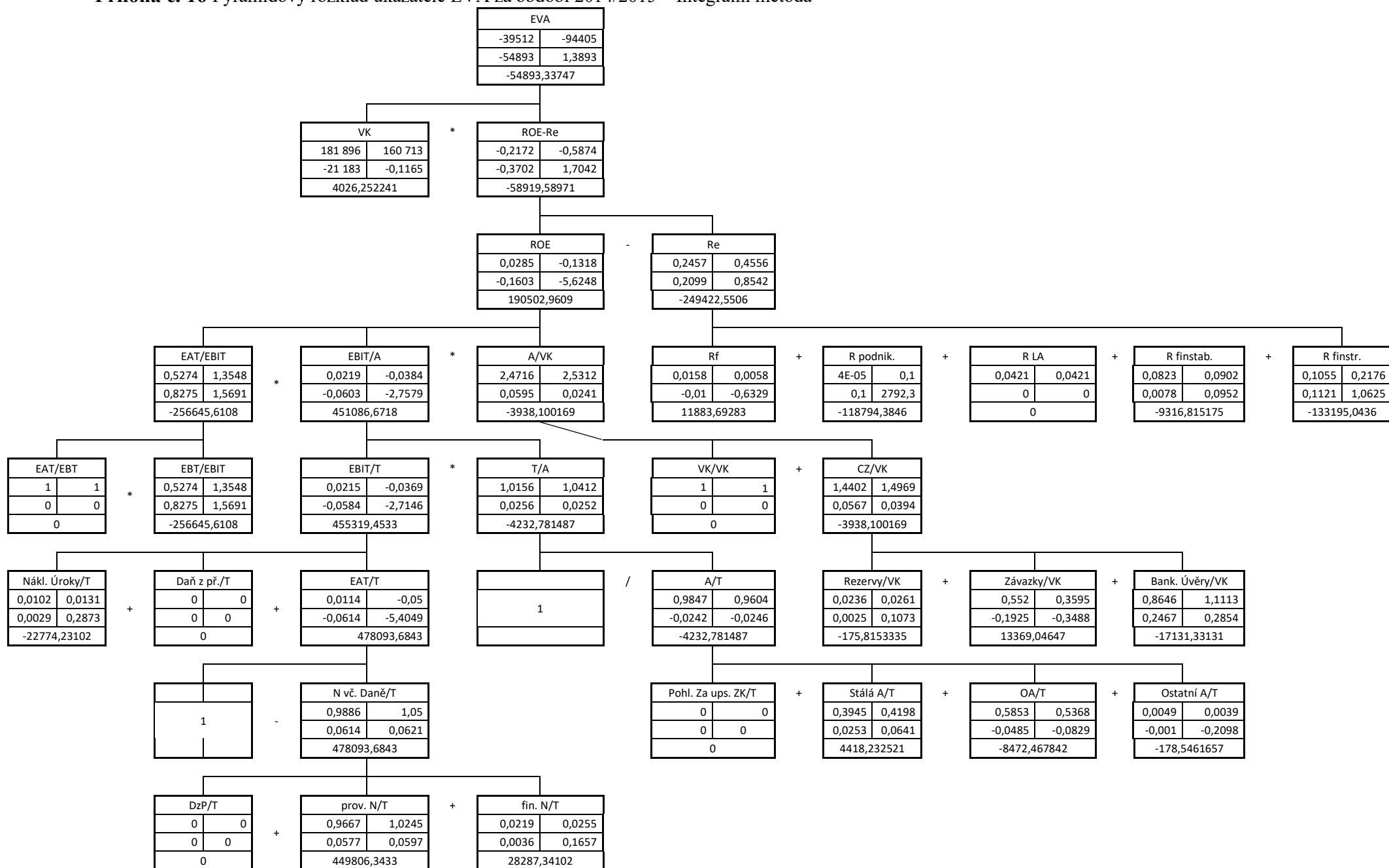
**Příloha č. 14** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2016/2017 – Funkcionální metoda



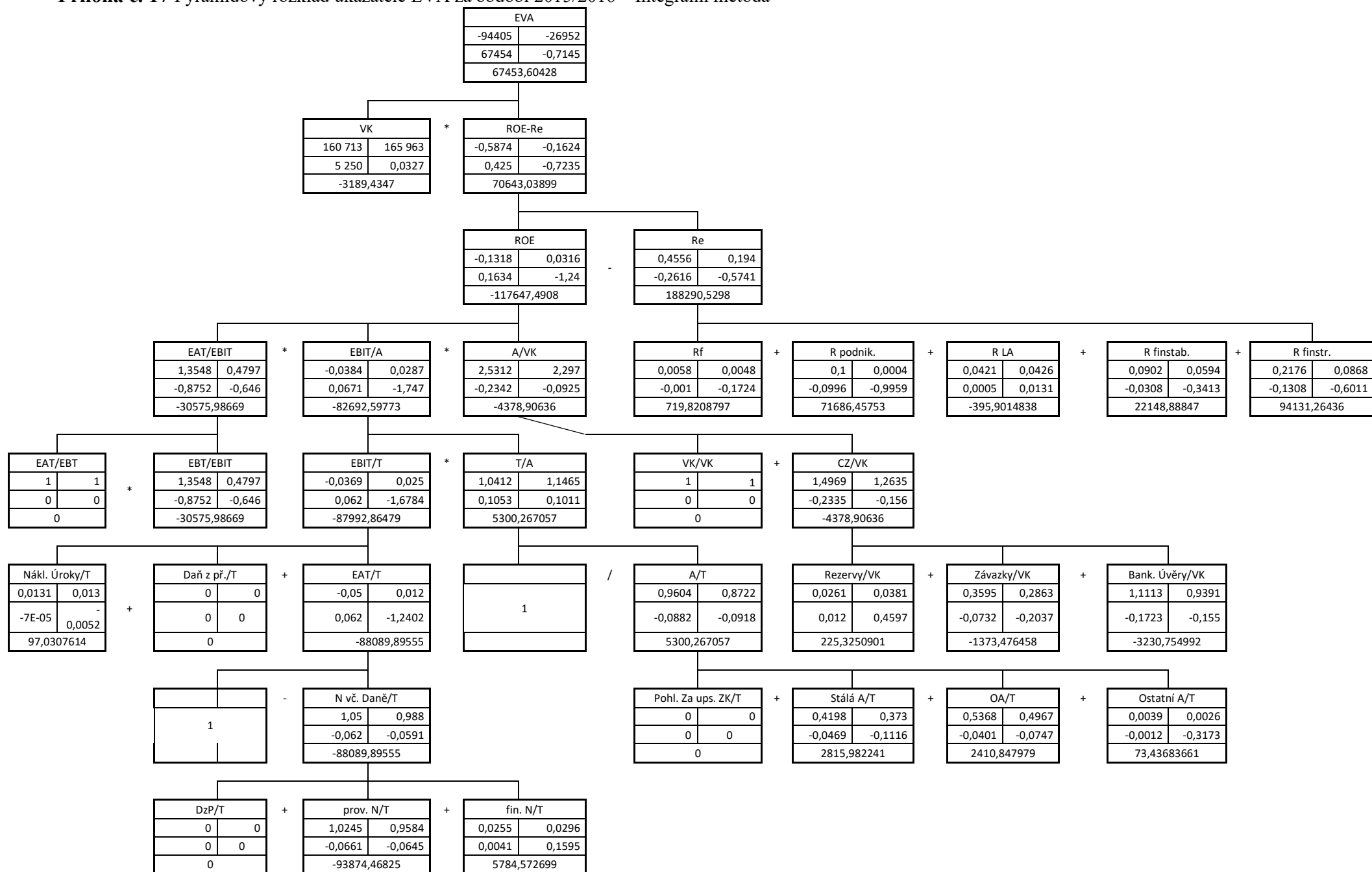
**Příloha č. 15** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2017/2018 – Funkcionální metoda



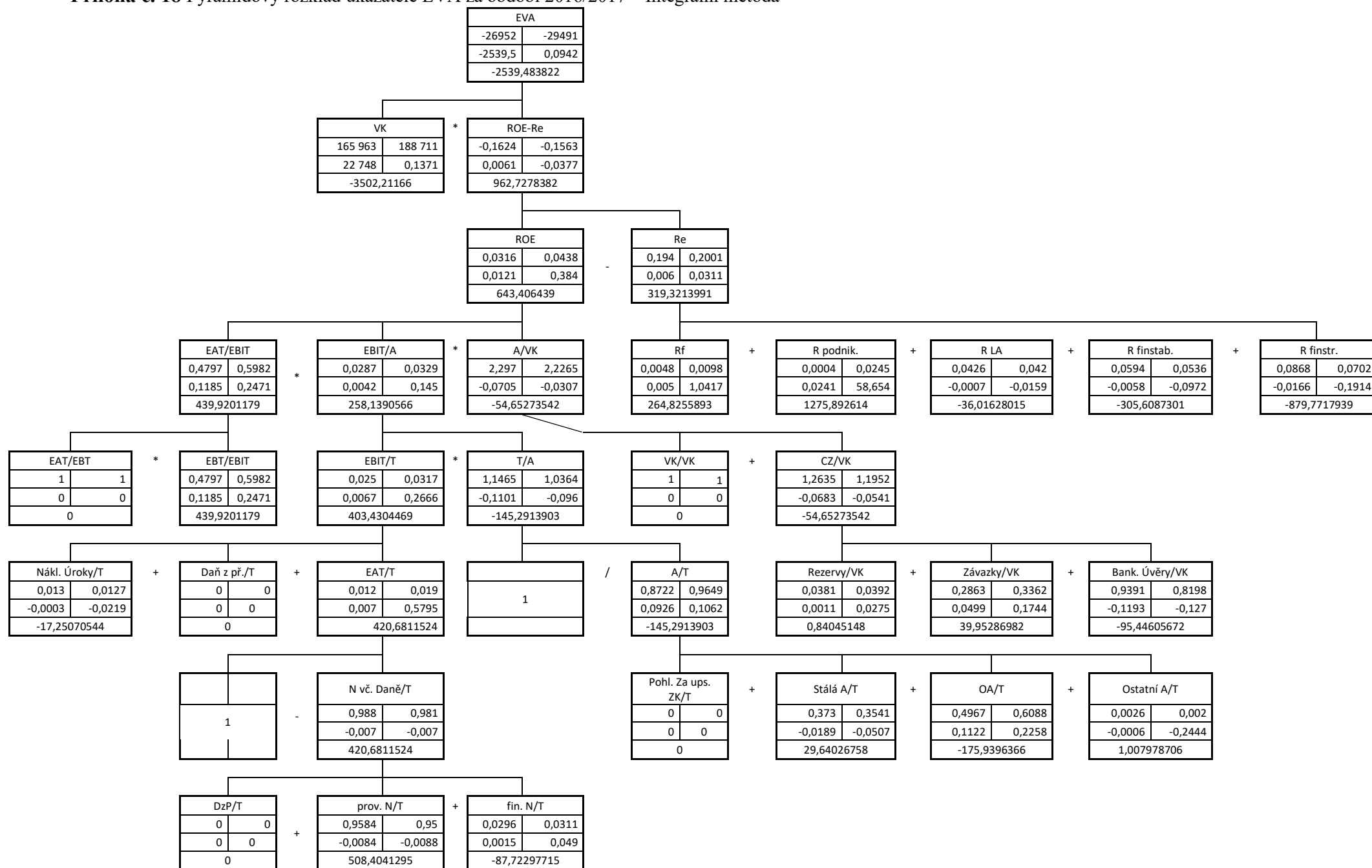
**Příloha č. 16** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2014/2015 – Integrální metoda



**Příloha č. 17** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2015/2016 – Integrální metoda



**Příloha č. 18** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2016/2017 – Integrální metoda



**Příloha č. 19** Pyramidový rozklad ukazatele EVA za období 2017/2018 – Integrální metoda

